



УНИВЕРЗИТЕТ „ГОЦЕ ДЕЛЧЕВ“ – ШТИП

ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ

Финансии и банкарство

Штип

Роберт Аџипетров

**МОРАЛНИОТ ХАЗАРД КАКО ЕДНА ОД ПРИЧИНИТЕ ЗА ФИНАНСИСКАТА
КРИЗА ОД 2007**

МАГИСТЕРСКИ ТРУД

Штип, Мај 2016

Комисија за оценка и одбрана

Ментор:	Оливера Ѓоргиева-Трајковска Професор Д-р, Универзитет „Гоце Делчев“ - Штип
Член:	Трајко Мицевски Професор Д-р, Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип
Член:	Илија Груевски Доцент Д-р, Универзитет „Гоце Делчев“ – Штип



*Со љубов,
за Ивана*

Моралниот хазард како една од причините за финансиската криза од 2007 година

Краток извадок

Финансиската криза од 2007 година е најлошата економска појава по „Големата депресија“ (1929). Илјадници луѓе ги загубија своите заштеди, работни места, а некои и своите домови и животи. Потребата од анализирање на причинителите за оваа појава е повеќе од евидентна, со цел учење од минатото и избегнување на слични кризи во иднина. За правилно да разбереме што се случи, истражувањето е потребно да го започнеме со проучување на основните фактори кои ја предизвикаа кризата. Станува збор за низа погрешно донесени одлуки како резултат на постоењето на асиметрични информации, пропратени со неправилности во менаџментот на ризик. Асиметричните информации, односно неповолната селекција и пред сè , моралниот хазард се наоѓаат во самиот фундамент на финансиската криза. Моралниот хазард ни ја претставува можноста за преземање на ризик во поголема мера од она што е нормално, притоа знаејќи дека евентуалните штети би ги претрпел некој друг. Така, миксот помеѓу дерегулацијата, високата концентрација, (создавање на огромни финансиски институции), финансиските деривати и нерационалностите во растот на цената на недвижности, пропратен со моралниот хазард, го направи системот опасно ранлив и нестабилен. Моралниот хазард, дополнително влијаеше и на зголемување на основните банкарски ризици, како што е кредитниот ризик. Појавувањето на проблем во било кој од големите пазарни играчи, кои за системот едноставно беа преголеми за да пропаднат („too big to fail“), ќе значеше и системски пад и појава на криза. Недоволното знаење и несериозното сфаќање на моралниот хазард резултираше со спор и слаб одговор на политичката и регулаторна фела, што допринесе за зголемување на јачината на кризата. Силната глобализација, пак, низ своите канали, тој процес само го прави глобален, пренесувајќи ја кризата на светско ниво. Заклучок е дека кризата можеше да биде избегната и дека беше резултат на човечки фактор . Овој факт нè води кон основната цел, а тоа е

разоткривање на моралниот хазард, посочувајќи го како основен виновник за настанатата ситуација. Потенцирајќи го овој проблем, се зголемува неговата атрактивност помеѓу економските научни работници и потребата од негово детално проучување. Тоа е и основниот начин на кој би превинирале слични појави, со цел нивно избегнување во иднина.

Клучни зборови: дерегулација, финансиски деривати, менаџмент на ризик, хипотекарен „меур“, рецесија, финансии, асиметрични информации

Moral hazard as one of the main reasons for the financial crisis of 2007

Abstract

The financial crisis of 2007 was the worst economic phenomenon since "The Great Depression" (1929). Thousands of people lost their savings, jobs, and some of them even their homes and lives. The need to analyze the causes of the crisis is more than evident, so we can learn from the past and avoid similar events in the future. In order to properly understand what happened, it is necessary to start the research with a study concentrated on the main factors that caused the crisis. Actually we need to talk about a series of wrong decisions because of the asymmetric information. Also we need to talk about the irregularities in the risk management. Asymmetric information - adverse selection and moral hazard can be primarily found in the foundations of the financial crisis. The moral hazard is the possibility of taking risk (to a greater extent than what is normal), knowing that any damages suffered by it will be transferred to someone else. The mix between deregulation, high concentration in the financial system (creation of huge financial institutions), the financial derivatives and the irrationality in the real estate prices, followed by the moral hazard, made the system vulnerable and unstable. The moral hazard additionally had its influence on the basic banking risks, such as the credit risk - increasing them. To sum it all this meant that the appearance of a problem in any of the major market players, that were simply too big to fail and too important for the system stability would cause systemic decline and emergence of crisis. Lack of knowledge and understanding of moral hazard problem resulted in slow and weak response, which contributed to the intensity of the crisis. Globalization brought the crisis worldwide. The final conclusion is that the crisis was avoidable. This fact leads to the main goal, which is unveiling the moral hazard, citing it as a main culprit for the situation. By emphasizing this problem, we can increase its attractiveness among economic

researchers, which couldto research studies that will help us understand It better. This is the only way to prevent and avoid similar crisis in the future.

Keywords: deregulation, financial derivatives, risk management, subprime "bubble", recession, finance, asymmetric information

Содржина

Вовед.....	7
1. Информациона асиметрија: појава на погрешна селекција и морален хазард во економијата.....	11
1.1 Ризик од неповолна селекција	15
1.2 Морален хазард	16
1.3 Трошоци на информациона асиметрија во економијата	17
1.4 Елиминирање на неповолна селекција.....	19
1.4.1 Државна регулација	19
1.4.2 Обезбедување на заеми.....	20
1.4.3 Приватна финансиска анализа	22
1.4.4 Финансиско посредништво.....	23
2. Моралниот хазард во должничко-доверителските односи.....	24
2.1 Трошоци во должничко-доверителските односи кои произлегуваат од моралниот хазард.....	26
2.2 Елиминирање на моралниот хазард.....	28
2.2.1 Корпоративна контрола	28
2.2.2 Државна регулација	31
2.2.3 Договорна ограниченост на активностите	35
3. Асиметрични информации во банкарскиот сектор – влијание на моралниот хазард врз банкарскиот систем	37
3.1 Влијание на моралниот хазард врз традиционалните банкарски активности	38
3.2 Морален хазард и неговото влијание врз финансиските иновации	41
4. Влијание на моралниот хазард врз кредитниот ризик	43
4.1 Кредитен ризик и управување со кредитен ризик.....	44
4.2 Моралниот хазард – катализатор на кредитен ризик.....	48
5. Глобалната финансиска криза од 2007-2008 година – појава, причини, последици	51
5.1 Моралниот хазард како една од причините за глобалната финансиска криза од 2007-2008 година.....	76

5.2 Како можеше да се избегне финансиската криза од 2007-2008 година преку справување со моралниот хазард	80
6.Студија на случај: Моралниот хазард и Lehman Brothers.....	85
(„too big to fail“).....	85
Заклучок.....	94
Користена литература.....	100

Вовед

When the music stops in terms of liquidity, things will get complicated.

But as long as the music is playing, you've got to get up and dance. We're still dancing.

Chuck Prince

Citigroup

Степенот на развој на информатичко-комуникациската технологија овозможува трансфер на информации од еден на друг крај на светот за дел од секундата. Можеме да кажеме дека, денес, физичките граници помеѓу државите речиси и не постојат. Светот се „згуснува“ сè позабрзано во просторот и времето, како последица на силно изразената глобализација. Овој процес придонесува за создавање нови начини на размислување и нови стратегии. Голем број на компании се шират за да профитираат, користејќи ги своите големи финансиски, технолошки, производни и управувачки капацитети. Глобалните компании, меѓународниот пазар го набљудуваат како да е домашен и единствен. Она што најмногу може да не заинтригира е како теоретичарите на глобализацијата гледаат на дилемите: дали е таа пријател или противник, дали ни носи подобра иднина, или не, дали треба да се прифати, или пак, треба да се бориме против неа.

Факт е дека глобализацијата овозможува лесна трансмисија на сите позитивни ефекти, генерирани ширум светот. Додека, трансферот на предностите би го сметале за корисен, мора да напоменеме дека процесот не е селективен, па освен посакуваните, ги пренесува и негативните ефекти. Тоа значи дека ако исправно се ползува глобализацијата, може да отвори перспективи за развој, наместо да биде закана за „бришење“. Она што нас, посебно не интересира е како се одвива овој процес во економијата.

Економската глобализација се однесува на зголемување на економската меѓузависност на националните економии низ светот, преку брзиот пораст на

прекуграничните движења на стоки, услуги, технологија и капитал. Со оглед на тоа што глобализацијата е центрирана околу намалување на прописи на меѓународната трговија, како и тарифи, даноци и други пречки што ја потиснуваат глобалната трговија, економската глобализација е процес на зголемување на економската интеграција меѓу земјите, што доведува до појава на глобалниот или светскиот пазар. Овој тип на глобализација би можел да се гледа како позитивна или негативна појава, во зависност од ефектот којшто го пренесува од една во друга држава, т.е. на глобално ниво. Во економијата, сè на некој начин зависи од денесената одлука (да се инвестира или не; да се зголеми капацитетот или не; да се отпуштат вработените или не). Трансмисијата на добра или лоша одлука би ја окарактеризирало и глобализацијата како добра или лоша.

Сето тоа нè води кон заклучокот дека постои конекција помеѓу информациите и одлучувањето во економската сфера, а глобализацијата делува како засилувач на креираните ефекти. Така, доколку информациите предизвикаат донесување на позитивни одлуки т.е. раст, глобализацијата би го направила тој раст глобален, но доколку се појави криза, истата би го погодила целиот свет. Ова нè води кон потребата за индуктивно гледање на самиот процес, тргнувајќи од неговиот основен инпут. Како основен инпут овде се јавува информацијата. Нејзината точност е од витална значајност - дали одлуката ќе биде добра или не, што би можело да се одрази и на целокупната економија. Најчувствителниот дел од економијата на информациите е финансискиот систем. Слободно може да се каже дека овој систем е и главниот носител на економскиот развој. Слободно може да се каже дека овој систем, е на некој начин, мозокот на модерната економија. Кога тој функционира добро, правилно ги алоцира ресурсите и го менаџира ризикот, предизвикувајќи вистински бум, правејќи го животот полесен, ширејќи ги можностите. Но кога не функционира добро, штетата е огромна¹. Тоа значи дека доколку учесниците во финансискиот систем не располагаат со потребните информации, би донеле погрешни одлуки, чијшто ефект ќе биде дополнително засилен и преточен во светскиот систем, преку глобализацијата.

¹ Rajan, R.G. (2010). Foul Lines, Princeton, 156

Како најчест проблем што влијае на квалитетот на информациите е проблемот наречен асиметрични информации. Станува збор за ситуација кога учесниците на пазарот располагаат со различни информации и/или различен обем на информации. Со тоа директно се влијае на можноста за рационално резонирање, отворајќи простор за појава на паника помеѓу учесниците. Асиметричните информации, од аспект на тајмингот, влијаат пред или по донесувањето одлука. Кога влијанието е пред донесувањето на одлуката, имаме проблем наречен неповолна селекција, а кога проблемот се јавува по одлуката, се јавува морален хазард.

Неповолната селекција, како што кажува и самото име, ја претставува можноста да одбереме опција која за нас е неповолна. Моралниот хазард ја претставува можноста една од двете страни, по склучувањето на трансакцијата, да се однесува неповолно, притоа знаејќи дека остварената добивка ѝ припаѓа нејзе, а евентуалниот неуспех паѓа на терет на некој друг. Теоретското објаснување на овие проблеми не води кон преран заклучок дека многу лесно би можеле овие неправилности да ги лоцираме и отстраниме. „Хартијата и практиката“ се разликуваат, па и најмалото невнимание многу лесно може да предизвика сериозни проблеми.

Најдобар примерна сè што беше наведено е финансиската криза од 2007-2008 година. Впрочем, основна цел на овој труд е токму лоцирање на почетниот проблем којшто не доведе до најлошиот економски период по „Големата депресија“. Постојат огромен број на трудови што ги навестуваат причините, зборуваат за ефектите и не предупредуваат за иднината. Сепак, она што недостасува е одговор на прашањето: „Зошто никој не го виде доаѓањето на кризата?“, односно „Зошто оние неколкумина коишто испратија предупредувачки сигнали, не беа сфатени сериозно?“.

Комплексноста на човековата психологија е одговорот на ова прашање, прикажана преку неговата желба за профит, успех и брз раст остварен за краток период. Така, користејќи ја сета своја моќ, финансискиот свет дејствуваше во насока на елиминирање на сите пречки (читај дерегулација) за да ги задоволи

наведените човечки карактеристики. Со тоа се создаде поле, каде што сакале или не, царува моралниот хазард, каде што секој успех е индивидуален, а секој пад му припаѓа на некој друг, односно на системот. Глобализацијата, пак, беше тука овој процес да го засили и да го преточи во финансиска криза, којашто понатаму премина во економска светска криза.

Во наредните неколку страни ќе биде посветено посебно внимание на сè она што беше претходно споменато, опишувајќи ги асиметричните информации, нивната улога, како и начинот на кој што би можеле да се бориме со нив. Потоа, ќе зборуваме за моралниот хазард, со цел да го согледаме неговото влијание врз економијата. Посебен осврт ќе се даде на влијанието на оваа негативна појава врз должничко-доверителските односи и врз еден од најважните, т.е. основните банкарски ризици - кредитниот ризик. По теоретската разработка на сите овие елементи, ќе се премине на суштинскиот дел на трудот – финансиската криза од 2007-2008, нејзините причинители, последици и сл.. Објаснувајќи ја кризата, ќе дојдеме до потребните докази, со цел да го посочиме моралниот хазард како еден од темелите на нејзиното настанување. На крај, следува истражување во форма на студија на случај, во коешто се зборува за падот на една од најголемите финансиски институции на американскиот финансиски пазар, Lehman Brothers, што го означил почетокот на самата криза. Која е улогата на моралниот хазард, дали лекцијата за „преголем за да падне“ („too big to fail“) беше предавана со задоцнување и дали спасот на Lehman Brothers ќе значеше и спас на системот, се само дел од прашањата кои ќе ги поставиме и на кои ќе се обидеме да одговориме.

Сметам дека преку вака концепцираниот труд ќе може да се дадат одговорите на повеќе прашања поврзани со неговата основна цел – анализа на моралниот хазард како една од причините за финансиската криза од 2007 година. На тој начин, кризата што ги промени животите на милиони луѓе ширум светот, ќе биде презентирана како поука за во иднина да не се повторат денешните грешки.

1. Информациона асиметрија: појава на погрешна селекција и морален хазард во економијата

"We have been discussing economic models in which "trust" is important!"

George Arthur Akerlof

Одлучувањето, како една од основните менаџерски функции, отсекогаш претставувало предизвик и инспирација за голем број научни работници во економијата. Многумина се труделе процесот на донесување одлуки да го подобрат, со цел олеснување на работата на менаџерите. Напорите на науката биле во насока на подобрување на каналите за пренос на информации, со цел навремен трансфер на целосни, јасни и, пред сè, точни информации. Денес, во современото информатичко општество постојат специјализирани компјутерски софтвери, чијашто задача е токму трансфер на информации, со цел забрзување на одлучувањето, намалување на директните и индиректни трошоци што го следат процесот, а со тоа зголемување на процентот на донесени правилни и ефикасни одлуки. Според ова, многу е лесно да се заклучи дека донесувањето на правилните одлуки е условено од поседување на правилни информации. Оваа констатација важи во сите сфери на одлучување, без исклучок!

Комплексноста на одлучување и важноста, којашто ја има информацијата во истиот, најдобро може да биде претставена преку одвивањето на овој процес во финансискиот систем. Во финансиите, денес, секоја информација има силно влијание и може да резултира со драстично менување на одлуката, што многу често ја прави разликата помеѓу насоката кон просперитет или криза. Доста едноставен пример е „молскавичната“ реакција на цените на акциите на берзата во Њујорк на секоја нова информација, каде што и новост од личниот живот на менаџерите може да предизвика вистинска „бура“ во тргувањето со акциите. Имајќи ја во предвид важноста којашто ја имаат информациите, потребно е да се направи класификација на пазарите од аспект на достапноста на истите. Според

ова, согласно достапноста на информациите, како и прилагодувањето на цените на истите, финансиската наука извршила класификација на ефикасноста на пазарите. Степенот на ефикасноста, т.е. достапноста на информации, пазарите ги дели на:

- слабо ефикасни пазари - на кои се достапни само информации од минатото,
- средно ефикасни пазари - на кои освен минатите се достапни и сите други јавни информации и
- силно ефикасни пазари - каде што се достапни како сите минати и јавни информации, така и инсајдерските информации.

Главното прашање овде е која е улогата на пазарната ефикасност и дали ефикасните пазари би создавале фундаментални вредности? Нема сомнение, дека во САД и во други развиени капиталистички економии пазарите се ефикасни (во техничка смисла). Тргувањето со финансиски инструменти на овие пазари се одвива доста лесно, односно постои висока ликвидност на пазарот. Тоа значи дека инструментите се прилично реверзибилни. Пазарната ефикасност дополнително овозможува цените прецизно да ги рефлектираат сите општо достапни информации во минута. Само трговците со внатрешни информации би можеле да победат на вака организиран пазар. Лесно е да се констатира дека секоја економија би сакала да ја надмине слабата форма на пазарната ефикасност и да влезе во групата на пазари коишто се карактеризираат со поголема транспарентност, што е карактеристично токму за посилно развиените светски економии.

Практично, токму од развиеноста на пазарите, пред сè на финансиските пазари, во голема мера зависи и економскиот развој, поради тоа што истите овозможуваат полесен пристап до средства, потребни за реализација на планираните инвестициони проекти. Сепак, се поставува прашањето дали секогаш овие пазари гарантираат дека цените се засновани на рационални очекувања. Фактот дека само оние коишто поседуваат инсајдерски информации ни вели дека станува збор за средна ефикасност. Ефикасноста што постои на средно

ниво, многу често се смета за техничка и како таква не е во состојба да ја гарантира рационалноста која се бара, поради што постојат добри причини да се биде скептичен, односно да се очекува дека на пазарот би можеле да се појават нестабилности².

Претходно констатираното ја потврдува следната релација: информацијата има пресудно значење за ефикасноста на пазарот, што пак, директно влијае врз функционалноста на финансискиот пазар, кој пак, ја определува економската состојба на земјата и на глобалниот свет воопшто. Појавувањето на неправилности во било кој сегмент од дефинираното би имало влијание на крајниот резултат, т.е. економската состојба.

Со цел за полесно проучување на целокупниот процес, потребно е да се навратиме на економските основи. Така, тргнувајќи од ова, познато е дека финансиските пазари претставуваат места каде што се среќава понудата и побарувачката на финансиски производи – акции, обрзници, финансиски деривати итн. Според ова, на пазарот се среќаваат купувачи и продавачи, а пазарот преку својот механизам би требало да ги поврзе. Тоа значи дека е потребно да постојат определени финансиски посредници коишто би дејствувале како мост меѓу продавачите и купувачите. Улогата на овие посредници е пренос на информации, односно конектирање на продавачите и купувачите. На тој начин се намалуваат трансакционите трошоци кои би постоеле доколку продавачите и купувачите сами би се пронаоѓале на пазарот, односно би истражувале. Впрочем, првото големо откритие во финансиите е постигнато во оној момент кога сите се согласиле дека размената, т.е. бартерот, како начин на извршување на трансакциите, едноставно троши многу време и средства³. Присуството на трансакциски трошоци на финансиските пазари објаснува, делумно, зошто финансиските посредници играат толку значајна улога на финансиските пазари. Дополнителна причина е фактот дека едната страна на трансакцијата вообичаено не знае доволно за другата страна, за да донесе соодветна одлука. Овој тип на информациона нееднаквост е познато како асиметрични информации. На пример, заемобарателот вообичаено

²Тобин, Џ. Голуб, С.С. (2011). Пари, кредит и капитал, Арс Ламина ДОО, 161

³Cooper, G. (2008). The origin of financial crisis, Vintage books, 45

има подобри информации за потенцијалните приноси и ризици поврзани со инвестициониот проект за кој е наменет кредитот, отколку заемодавателот⁴. Со други зборови, асиметричните информации укажуваат на состојба на пазарите кога продавачите и купувачите поседуваат различни информации за карактеристиките на добрата и услугите што се предмет на купување и продавање⁵. Станува збор за состојба којашто потекнува од самите основи на економијата. Како резултат на тоа, учесниците на пазарот не секогаш располагаат со потребните информации за правилно одлучување. Асиметричните информации директно влијаат на претходно поставената релација, односно го потиснуваат тврдењето за совршена ефикасност на пазарите каде што учесниците располагаат со целосно совршени информации. Практично, овани ја покажува реалноста во која многу почесто имаме некомплетни, т.е. асиметрични информации. Асиметричните информации и неможноста за правилно одлучување се, многу често, причина за појавување на бизнис-циклуси. Како најдобар пример за ова може да послужи токму финансиската криза од 2007 година. Како доказ за ова може да послужи и излагањето на нобеловецот Фелпс, којшто цитирајќи го Кејнз, вели дека основните причинители на бизнис-циклусите произлегуваат од неизвесноста во очекувањата, односно неспособноста на колективниот ум со точност да ги предвиди идните настани, што во крајна линија резултира со шпекулативно вреднување на капиталните имоти и појава на бизнис циклуси⁶.

Влијанието на асиметричните информации врз економијата е познато и како агенциска теорија. Агенциската теорија претставува економска анализа на ефектите на асиметричните информации, којашто во голема мера може да помогне да ги разбереме финансиските кризи, големите нарушувања на финансиските пазари коишто се карактеризираат со остри падови на цените на средствата и неуспесите на многу финансиски и нефинансиски фирми.

Асиметричните информации се класифицираат од аспект на моментот кога е создаден проблемот и тоа на: неповолна селекција (ex-ante) и морален хазард

⁴Мишкин, Ф.С. (2010). Пари, банкарство и финансиски пазари, Магор, 37

⁵Фити, Т. (2006). Основи на економијата, Прво издание, Економски факултет – Скопје, 239

⁶Фити, Т. (200). Феноменологија на економските кризи, Економски факултет – Скопје, 274

(ex-post). Без разлика на тоа дали станува збор за неповолна селекција, или пак, морален hazard, и во двете ситуации имаме појава на проблем, којшто може да биде влезна врата и активациска каписла на многу други ризици во финансиското работење, што понатаму може да има катастрофални последици за финансискиот систем во целост.

1.1 Ризик од неповолна селекција

Неповолна селекција е проблем што произлегува како резултат на појава на асиметрични информации, во периодот пред склучување на зделката. Неповолната селекција и нејзиното влијание врз ефикасното функционирање на пазарот е претставена во делото „The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism“ (1970) на американскиот економист добитник на Нобелова награда Џорџ Акелроф (George Akerlof). Акелроф, во своето дело, како пример го зема проблемот на ефикасно утврдување на цената според квалитетот на пазарот на половни автомобили. Главната претпоставка е дека на пазарот купувачите не можат да направат разлика помеѓу високо квалитетни половни автомобили („peach“) и половни автомобили со слаб квалитет („lemon“). Како резултат на ова, купувачите се подготвени да платат фиксна цена (p_{avg}) за кола, којашто е просек добиен од цените на двете групи автомобили на пазарот:

$$p_{avg} = (p_{lemon} + p_{peach})/2$$

$$p_{avg} > p_{lemon}$$

$$p_{avg} < p_{peach}$$

Продавачите, од друга страна, се свесни за квалитетот на автомобилот што го продаваат. Поради тоа, сопствениците на квалитетни автомобили нема да ја прифатат понудената фиксна цена (p_{avg}) и ќе ги повлечат своите автомобили од пазарот, од проста причина што истата (p_{avg}) е пониска од реалната цена на нивниот автомобил (p_{peach}). Од друга страна, сопствениците на автомобилите со

слаб квалитет ќе останат на пазарот, поради тоа што цената што купувачите се подготвени да ја понудат (p_{avg}) е повисока од реалната цена. Тоа значи дека пазарот на автомобили, како резултат на присуството на неповолната селекција, ќе функционира лошо, доколку воопшто функционира⁷.

Сличен проблем на лош квалитет може да се појави и на пазарите на хартии од вредност, односно на пазарот на обврзници и пазарот на акции. Исто како и во претходниот пример, потенцијалниот купувач и овде не би можел да го утврди квалитетот на хартиите од вредност и би бил спремен да го плати просечниот квалитет. Ова би ги истиснало од пазарот квалитетните хартии од вредност и би предизвикало пореметување на пазарот. Присуството на проблемот на лош квалитет ги спречува пазарите на хартии од вредност да бидат ефективни во канализирањето на фондовите од штедачите кон заеmobарателите⁸.

1.2 Морален хазард

Морален хазард е проблем којшто произлегува како резултат на асиметрични информации и се јавува откако ќе настане трансакцијата. Бројни се примерите преку кои може да се објасни појавата на морален хазард. Како пример може да се земе однесувањето на лице кое го осигурало своето возило. По склучувањето на договор за осигурување, може да се очекува дека вниманието на лицето кон возилото ќе биде помало, од едноставна причина што знае дека доколку нешто се случи, ризикот ќе биде префрлен врз осигурителната компанија. Со други зборови, моралниот хазард ја покажува подготвеноста на определена индивидуа да преземе ризик (голем ризик), којшто во нормални околности би го избегнал, од проста причина што знае дека некој друг ќе ги

⁷ Akerlof G.A. (1970) The market of lemons: Uncertainty and the Market Mechanism, Quarterly Journal of Economics 84, 488-500

⁸ Мишкин, Ф.С. (2010). Пари, банкарство и финансиски пазари, Магор, 187

претрпи негативните последици⁹.Како примери можат да се искористат и следниве ситуации:

(1) однесувањето на кредитобарателот, којшто откако го зел кредитот може да се впушти во многу ризични активности (кои што имаат потенцијално високи приноси, но и висок кредитен ризик), бидејќи ризикува туѓи, а не свои пари;

(2) тенденцијата на лекарите да обезбедуваат поскапа медицинска нега кога трошоците ги покрива осигурувањето;

(3) склоноста на поротите да досудуваат поголеми надоместоци, кога загубата ја покрива осигурувањето -таканаречениот „синдром на длабок џеб“ итн.

Препознавањето на моралниот хазард е мошне комплицирана работа поради субјективниот карактер, кој истиот го има. Докажувањето на истиот, пак, доколку во предвид се земат историски настани како примери, може да биде речиси невозможно, пред сè, поради тоа што не постои потврда за лице коешто било правно санкционирано како резултат на морален хазард. Сепак, разбирањето на основите на овој проблем е од огромна важност, за да, истиот, може да биде правилно идентификуван, со цел преземање на мерки за негово намалување.

1.3 Трошоци на информационата асиметрија во економијата

Како што веќе беше споменато, влијанието на информационата асиметрија врз економијата е претставено преку агенциската теорија. Агенциската теорија може во голема мера да помогне во разбирањето на финансиските кризи, големите нарушувања на финансиските пазари и неуспесите на многу финансиски и нефинансиски фирми. За оваа цел, потребно е имплементирање на мерки во форма на ограничувања, стандарди и обука на специјалисти, со основна цел спречување на овие негативните последици, што произлегуваат од присуството на неповолната селекција и општо на асиметричните информации. Од друга страна,

⁹ Roubini, N. Mihm, S. (2010). Crisis Economics, The Penguin Press, 68

во економијата општо е познато дека секогаш кога има интервенција, поставување на рестрикции, или пак, воведување на други мерки, истите се пропратени со адекватни трошоци. Многу економисти сметаат дека воведувањето на ограничувањата, односно интервенирањето како процес, дури и да не произведува директни трошоци, влијае негативно на економскиот раст, т.е. дејствува како кочница на истиот. Според ова, без разлика дали ќе се претрпат негативните ефекти што произлегуваат од асиметричните информации, или пак, ќе се преземат мерки со цел нивно намалување и спречување, економијата е соочена со создавање определени трошоци.

Повеќе од јасно е дека неповолната селекција и моралниот хазард влијаат врз ефикасноста на пазарот, што може да доведе дури и до ситуација пазарот воопшто да не функционира. Трошоците од намалената ефикасност на пазарот, или пак, од евентуалното нефункционирање на истиот зависат, пред сè, од видот на пазарот, од стоките коишто се предмет на трансакција, како и од големината на средствата вложени во истиот. Како и да е, станува збор за трошоци што се превисоки и наложуваат имплементирање на определени мерки, со цел намалување на истите. На тој начин, како што е веќе објаснето, директно се создаваат трошоци, што пак, произлегуваат од пазарните ограничувања. Со цел зачувување на стабилноста во функционирањето на пазарот, истиот е спремен да ги преземе истите, со цел намалување на негативностите од асиметричните информации.

При воведувањето на мерки за елиминирање на појавата на неповолна селекција, како и мерки со цел ублажување на штетите произлезени од неа, потребно е да се пристапи со посебно внимание, со единствена цел да не се добијат контра ефекти од самиот процес. Така на пример, доколку една банка се одлучи да ги зголеми своите каматни стапки како резултат на зголемените загуби на своите кредити, може да се доведе во ситуација да има само лоши кредитобаратели и појава на неповолна селекција, односно единствени коишто би биле спремни да ги платат високите камати, да бидат токму најризичните кредитобаратели.

1.4 Елиминирање на неповолна селекција

Негативната селекција може да предизвика пазарите да функционираат лошо, или во краен случај и воопшто да не функционираат. Со други зборови, може да се каже дека недостатокот на информации предизвикува донесување на лоши одлуки од страна на учесниците, или пак, ситуација кога и воопшто не се донесува одлука, т.е. учесниците сметаат дека најпаметно е да го напуштат пазарот. Како резултат на ова, потребно е имплементирање на мерки во насока на намалување на можноста од појава на проблемот на неповолна селекција.

1.4.1 Државна регулација

Проблемот на неповолна селекција од теоретски аспект е прилично јасен, односно станува збор за недостаток на информации и/или поседување на нецелосни и неточни информации. Регулацијата (или дерегулацијата) на пазарите, без разлика дали станува за финансиски пазари или пак, пазар на стоки, е единствениот механизам за нивна контрола. Овој механизам е под директна контрола на државата. Според ова, со цел ограничување на проблемот на неповолна селекција, државната регулација може да преземе мерки што ќе бидат во насока на зголемување на транспарентноста на пазарите во самата економија. За ова на државата ѝ стојат на располагање две солуции и тоа:

1. Прибирање на информации и доставување на истите, бесплатно до сите учесници на пазарот. Според ова, државата ќе биде таа којашто ќе ги прибира сите информации и истите ќе ги пласира, со што ќе биде отстранета можноста за појава на асиметричност. Она што овде се јавува како кочница е потребата државата да ги пласира како позитивните, така и негативните информации за учесниците на пазарот. Од економска гледна

точка ова е сосема исправно, но од политичка гледна точка, истото е тешко изводливо. Објавувањето на негативни информации поврзани со работењето на големите компании во рамките на една економија, коишто најчесто се и главни финансиери на политичките кампањи, е причината зошто државата не би сакала да го има овој „жежок костен“ во своите раце и не би влегла во директна конфронтација.

2. Втората солуција, што им стои на располагање на државните органи како мерка за намалување на можноста од неповолна селекција, е зајакнување на законските регулативи во поглед на транспарентноста на самите пазари. Ова значи дека законските регулативи за влез на определен пазар би барале голема транспарентност на учесниците. Под голема транспарентност се подразбира навремено, целосно, јасно објавување на сите информации од јавен карактер, како и точност на истите, а самиот процес е пропратен со задолжително ангажирање на надворешни (независни) ревизори, кои ќе потврдуваат дека фирмите се придржуваат до стандардите за финансиско известување и објавуваат точни информации. За таа цел, државата може да формира и државно тело коешто би вршело мониторинг на целиот процес.

Важноста што ја има државната регулација, не само во справување со неповолната селекција, туку и општо со постоењето на асиметричните информации, е огромна. Како што покажуваат понатамошните излагања, државната регулација, т.е. дерегулација, е изворот на проблемите во економијата, од проста причина што ја остава економијата незаштитена од ризици, како што ена пример, неповолната селекција.

1.4.2 Обезбедување на заеми

Ризикот што се јавува кај неповолната селекција ја претставува можноста заемодавателот да трпи штета како резултат на однесувањето на заемопримателот. Колатералот, имотот на заемопримателот, којшто му е ветен на

заемодавателот во случај на неисполнување на обврските, би можел во голема мера да ја намали штетата од негативната селекција. Колатералот, всушност, претставува еден вид на обезбедување на дадениот заем.

Преку колатералот, заемодавателот обезбедува две цели и тоа:

(1) право, да го добие и продаде колатералот со што ќе го покрие делот којшто не бил исплатен и

(2) обезбедување на психолошка предност над заемопримателот, од проста причина што доколку не ги исполни своите обврски, ќе ги загуби средствата дадени како колатерал¹⁰.

При обезбедувањето на заемот со колатерал, заемодавателот треба да обрати посебно внимание на видот на колатералот, неговата состојба од економско-технички аспект, како и ликвидноста на истиот. Инструментите за обезбедување треба да имаат доволна вредност, која од моментот на нивното активирање, до моментот на нивното впаричување, ќе можат да ги покријат сите побарувања по основ на кредитот, вклучувајќи ги главницата, редовните и затезните камати, како и другите трошоци¹¹. Дополнително, можат да бидат вметнати определени рестриктивни клаузули со коишто би се зголемила безбедноста на заемот. Сепак, прекумереното потпирање врз колатералот може да има контрапродуктивни ефекти, особено во поглед на кредитната анализа. Испитувањата покажале дека банката постапува со поголемо внимание кон необезбедените со колатерал кредити, во споредба со оние кај кои има колатерал¹².

¹⁰ Rose, P.S. (2009) Раководење комерцијални банки, Превод на Влада на РМ,

¹¹ Маџова, В. (2010). Модели за оценка на кредитната способност на комитентите на банките, Центар за банкарство и финансии, 47

¹² Enoch, C. Marston, D. Taylor. M. (2002). Building strong banks: Through surveillance and resolution, International Monetary Fund, Washington D.C., 20

1.4.3 Приватна финансиска анализа

Неповолната селекција во финансискиот систем ќе се елиминира доколку на учесниците на финансиските пазари им се обезбедат целосни и детални информации за индивидуите и/или фирмите со коишто тие би сакале да соработуваат. Потребните информации можат да бидат обезбедени од приватни компании, коишто истите ќе ги прибираат, анализираат и пласираат во форма на стандардизирани рејтинзи, кои пак, ќе бидат искористени за да се направи разлика помеѓу добрите и лоши фирми. Агенциите коишто се занимаваат со оваа дејност се познати како кредитни рејтинг агенции. Нормално, дека за својата работа, рејтинг агенциите ќе добијат адекватен надоместок, што значи дека на некој начин информациите ќе бидат на продажба¹³. На светско ниво најпознати рејтинг агенции се: „Стандард едн Пурс“ (Standard & Poor's), „Мудис“ (Moody's), „Фич“ (Fitch), итн. Со цел подобро разбирање на нивната дејност и начинот на којшто тие го изработуваат рејтингот, ќе се послужи́ме со објаснувањата од рејтинг агенцијата „Standard & Poor's“. Според оваа агенција, рејтингот на компаниите се добива врз база на:

- веројантноста за појава на инсолвентност;
- оценување на природата и условите на самата обврска и
- оценка на степенот на заштита¹⁴.

Рејтингот изработен врз база на овие информации, во голема мера би требало да ја отсликува реалноста. Дополнително обезбедување на неговата точности веродостојност (на меѓународно ниво) е репутацијата којашто ја има стекната рејтинг агенцијата.

Кога зборуваме за рејтинг агенциите и нивните рејтинзи, потребно е да се спомене дека евентуалната злоупотреба на истите може многу лесно да предизвика страшни негативни последици. Така, спротивно на нивната основна намена, односно елиминирање на неповолната селекција, рејтинг агенциите би

¹³ Мишкин, Ф.С. (2010). Пари, банкарство и финансиски пазари, Магор, 188

¹⁴ Фотов, Р. (2010), Финансиски менаџмент, Универзитет „Гоце Делчев“ Штип, Економски факултет, 176

можеле да бидат креатори на другата форма на асиметрични информации – морален хазард (појава која подетално ќе биде објаснета во продолжение на овој труд).

1.4.4 Финансиско посредништво

Елиминирањето на неповолната селекција може да се изврши преку владина регулација, при што ќе се постави регулатива која ја гарантира транспарентноста (точка 1.4.1), но и преку приватни компании (точка 1.4.3), коишто врз база на обработка на информациите ќе објавуваат свои видувања - рејтинзи. Со ова, драстично се намалува опасноста, но не се искоренува. Неповолната селекција сè уште може да се појави поради тоа што достапните информации можеби не се добро разбрани, или пак, цената за приватната анализа е преголема, што би влијаело на нејзината достапност на пазарот. Како резултат на тоа, на пазарот се јавува потреба од трета страна, во форма на посредник, којшто ќе учествува во процесот како медијатор што би ги проверувал достапните информации и би ги препродавал средствата по нивната проверка. Посредникот би имал улога на тестер, којшто откако ќе го провери средството, ќе биде во состојба да даде некој вид на гаранција (експлицитна – писмена или имплицитна – преку својата репутација) на заинтересираниот купувач.

Пример за посредништвото и неговата улога во елиминирањето на неповолната селекција може да се даде со користење на примерот за пазарот на половни автомобили. Така, купувачот на автомобили би можел да се ангажира и да ги прибере сите информации за возилото што се достапни на пазарот. Тој би можел возилото дополнително да го провери со користење на услугитена механичар (којшто има улога на приватна рејтинг агенција во финансискиот систем), но за истото ќе му биде потребно да одвои дополнителни средства, односно време и пари. Од друга страна, тој може возилото да го купи од дилер (кој има улога на посредник). Дилерот со автомобили претходно го проверил возилото и за истото може да издаде гаранција. Сличен пример би можел да се даде и од

финансиската област, односно улогата на банките како експерти за анализа на информациите за учесниците во финансиските пазари, со цел да се направи дистинкција меѓу фирмите со добар и фирмите со лош кредитен рејтинг.

Од претходно елаборираното, може да се заклучи дека кога на пазарот постојат информации со повисок степен на квалитет, проблемот на неповолна селекција е помал. Адекватно на ова, значењето на финансиските посредници, пред сè, банките, (што не ја намалува улогата на државата и рејтинг агенциите) во процесот на справување со проблемот на неповолна селекција е поголем во помалку развиените земји, во споредба со повеќе развиените земји, од проста причина што квалитетот на достапните информации во развиените економии е многу поголем во однос на квалитетот на истите, кој им е достапен на учесниците во помалку развиените економии.

2. Моралниот хазард во должничко-доверителските односи

„Simply put, moral hazard is someone’s willingness

to take risks – particularly excessive risks- that

He would normally avoid, simply because he knows someone

else will shoulder whatever negative consequences follow...”

Nouriel Robini & Stephn Mihm – Crisis Economics

Моралниот хазард претставува проблем којшто произлегува од постоење на асиметрични информации и се појавува по извршувањето на трансакцијата. Станува збор за настан што теоретски доста едноставно се дефинира, но во практика е тешко да биде идентификуван, а уште потешко докажан. Потребно е да се потенцира дека проблемот на *морален хазард* и проблемот на *хазард од морал* се различни. Сепак, доста тешко би можеле да се разграничат, поради тоа што однесувањето на индивидуите не секогаш е рационално, а и нивните морални

вредности можат да бидат различни, па тешко е да се раздвојат ненамерните грешки од свесно преземаниот ризик, во ситуација кога некој друг ќе ги сноси евентуалните штети.

Должничко-доверителските односи ги покажуваат врските што постојат помеѓу доверителите и оние кои им должат - должниците. Навраќајќи се на она што претходно го споменавме за моралниот хазард, може да се каже дека истиот ја претставува можноста за екстра добивка на една страна од должничко-доверителската операција, пропратена со можност за екстремна загуба, која би паднала на терет на другата страна. Лесно е да се заклучи дека во целиот процес, страната којашто може да добие е страната што во исто време должи, а страната којашто може да загуби е страната што се јавува како доверител. Знаејќи го ова, и имајќи го во предвид фактот дека должничко-доверителските односи денес се секојдневни, може да се заклучи дека моралниот хазард (според неговите карактеристики) е честа појава, а учесниците во целиот процес се свесно, или несвесно изложени на истиот.

Која е конекцијата помеѓу моралниот хазард и должничко-доверителските односи? Темел на должничко-доверителските односи е довербата. Доколку не постои довербата, не би постоела ниту можноста да бидат доверени средствата од една на друга страна. Моралниот хазард, пак, претставува опасност која сериозно ја атрофира токму довербата, притоа внесувајќи немир меѓу учесниците. Оваа констатација има посебно значење за финансискиот свет, без разлика дали зборуваме за финансискиот систем на една економија, или пак, за глобалниот финансиски систем. Доколку учиме од минатото и практичните примери кои ги имаме од секојдневието, можеме да дадеме констатација дека довербата тешко се стекнува, а многу лесно се губи и ќе биде потребно многу време за повторно да се врати на првобитното ниво. Со тоа се влегува во еден процес на неповратно трошење на ресурси за обновување на ниво кое еднаш веќе било постигнато, место инвестирање во поголем раст и развој.

Ризикот од појава на морален хазард е пропорционален со вредноста на зделката, бројот на луѓе вклучени во истата и времетраењето. Знаејќи го ова,

може да се каже дека ризикот од појава на морален хазард е директна закана за глобалниот финансиски свет, каде се работи со големи суми на пари, вклучени се многу луѓе и процесите постојано се обновуваат и траат.

Поради тоа што зборуваме за односи кои најчесто потекнуваат од финансиското работење, потребно е да се дополни објаснувањето. Така, како примери за моралниот хазард од областа на финансиите можат да се наведат следниве:

1. Можност да се продаде финансиски продукт (пример хипотека) и покрај тоа што постои јасна причина дека тоа не е во интерес на клиентот;
2. Можност за исплата на високи бонуси, од фондови менаџирани во име на клиент;
3. Можност за превземање на голем ризик, чии последици се на товар на клиентот¹⁵.
4. Микс од наведените примери, што би претставувал и најсилна форма на морален хазард којшто би можел да се појави во финансискиот свет.

Без разлика која би била причината за појава на морален хазард, евидентно е дека станува збор за појава што сериозно би влијаела на должничко-доверителските односи, нарушувајќи ги истите. Од таа причина е потребно дополнително да се посвети внимание на трошоците коишто произлегуваат од појавата на моралниот хазард, како и методите за негово елиминирање.

2.1 Трошоци во должничко-доверителските односи кои произлегуваат од моралниот хазард

Трошоците кои произлегуваат во должничко-доверителските односи како резултат на моралниот хазард, можат да се поделат на: трошоци кои произлегуваат од ризикот и трошоци кои произлегуваат како резултат на преземаните мерки за намалување и отстранување на ризикот.

¹⁵ Dowd, D. Moral hazard and the financial crisis, Cato Journal Vol29 No1, 142

Трошоците што можат да произлезат од моралниот хазард, најчесто се огромни. Губењето на довербата во должничко-доверителските односи во една економија многу често се префрла на глобално ниво, создавајќи општа паника и хаос. Во услови на паника, економските пазари не можат да функционираат рационално, создавајќи огромни трошоци кои ја враќаат економијата години наназад. Дополнително, во една таква ситуација, мерките кои евентуално би ги презела државата и нејзините органи директно би можеле дополнително да влијаат на разгорување на моралниот хазард, што создава една ситуација на избор на она што во моментот се смета за „помало зло“. Крајниот резултат на вака опишаниот „домино ефект“ е катастрофален за глобалната економија, нешто на што сите ние сме сведоци, а тоа е финансиската криза од 2007 година.

Ваквата ситуација неминовно води кон потребата од навремено преземање мерки за целосно неутрализирање на оваа појава, односно кон создавање на втората група на трошоци. Станува збор за трошоци кои произлегуваат од активностите преземени со цел намалување, т.е. спречување на ризикот од појава на морален хазард. Во старт е потребно да се каже дека основата за справување со проблемот на асиметричните информации лежи во поставување ограничувања и преземање мерки со цел проверка и контрола, што само по себе во економијата значи генерирање на трошоци. Ова значи дека учесниците во должничко-доверителските односи, со цел да се заштитат од опасноста, е потребно да ангажираат експерти и аналитичари, да постават адекватни ограничувања (во одобрените износи, во ангажман во определени сектори итн.) и да потрошат повеќе време во истражување на пазарот, со цел донесување на правилни одлуки. Пролонгирањето на процесот на донесување на одлуки во должничко-доверителските односи, освен што создава директни трошоци на учесниците, индиректно генерира и дополнителни општествени трошоци, поради тоа што многу евентуално профитабилни проекти не би биле реализирани поради временското ограничување. На тој начин се создава еден вид на пасивност кај учесниците, со што се намалува економската ефикасност. Сепак, соочени со сериозноста на проблемите што ги носи моралниот хазард, учесниците се приморани на овие чекори.

2.2 Елиминирање на моралниот хазард

Од причина што негативностите кои произлегуваат од моралниот хазард можат да имаат катастрофални ефекти за една економија, но и глобално, потребно е да се преземат адекватни мерки со цел елиминирање на ова појава. Постојат неколку механизми кои можат да се искористат за справување со оваа негативност и тоа:

- корпоративна контрола,
- државна регулација,
- договорна ограниченост на активностите итн.

2.2.1 Корпоративна контрола

Комплексноста на организирање на корпорациите, доста често ги изложува на појава на морален хазард. Односот агент-принципал, во рамките на корпорацијата може да се сретне на повеќе нивоа, па според тоа постои:

- Морален хазард во работењето на корпорацијата со надворешни соработници;
- Морален хазард во односот помеѓу акционерите и менаџментот на корпорацијата;
- Морален хазард во вертикалниот синџир на пренесување и извршување на одлуките и делегирање авторитет.

Реалната опасност од појава на морален хазард во работењето на корпорациите, во различни делови од нејзиното функционирање, пропратено со фактот дека корпорациите во основа се и главен носител на економијата, како на државно, така и на глобално ниво, ја исфрла на површина потребата од поголема контрола со цел решавање на овој проблем. Со цел целосно покривање на сите

области каде што може да се сретне ризикот од појава на морален хазард, потребно е да се спроведат стратегии со различна таргет група на делување.

- 1) Однесувањето на корпорацијата кон нејзините партнери може да биде регулирано со самиот статут на корпорацијата, како и со етиката на однесување, којашто ќе биде имплементирана од страна на менаџментот на истата. Одредени корпорации дополнително се регулирани од страна на државата и потпаѓаат под посебни регулаторни акти, во зависност од чувствителноста на активностите кои тие ги извршуваат.
- 2) Односот помеѓу акционерите и менаџментот во рамките на корпорацијата претставува „школски пример“ за морален хазард. Односот агент-принципал, т.е. менаџер-акционер, е всушност и најчесто користениот пример при објаснување на поимот морален хазард. Со тоа се потенцира опасноста од несакани последици во овој однос, доколку не се преземат адекватни активности. Најчесто, овде се поставуваат мерки кои ги мотивираат менаџерите да се однесуваат на начин којшто ќе биде во корист на акционерите. Па така, може да имаме различна форма на бонуси во зависност од остварениот профит, исплаќање на менаџерите со акции на корпорацијата со кои и тие влегуваат во кругот на акционери, надворешни и независни проверки на нивното работење за поголема транспарентност, мерки за заштита на помалите акционери во корпорацијата итн. Имплементирањето на овие мерки, во голема мера ја намалува можноста за појава на морален хазард. Сепак, потребно е да се напомене дека ризикот речиси е невозможно да биде целосно отстранет, па затоа е потребно е повремено тестирање со цел да се провери дали воведените правила сè уште правилно го насочуваат работењето. Како најеклатантен пример овде може да послужи колапсот на Енрон, кој своевремено беше најголемата енергетска компанија во Соединетите Американски Држави. Енрон склучуваше долгорочни договори за купување и продажба на природен гас, а потоа книговодството ги прикажуваше како тековен профит очекуваните идни приливи и заработки, (се разбира дисконтирани), од целиот период на траење на договорот (Akerloff and Shiller 2009, p.33).

Нереалното сметководство, односно криењето на долговите, потценувањето на обврските и преценувањето на капиталот им даваше лоши сигнали на инвеститорите и акционерите што резултираше со висока цена на акциите. Кога вистината почна да излегува на виделина, акцијата на Енрон од 90\$ на 23 август 2000 година, падна на 0,12\$ на 11 јануари 2002 година. Од тоа, без сомнение, најмногу се офајдија менаџерите, кои врз основа на „високите“ тековни профити можеа да ги продаваат менаџерските опции по високи цени и да примаат високи бонуси. Губитници беа инвеститорите¹⁶.

- 3) Преносот на информации и одлуки во синџирот на одлучување и информирање во рамките на една корпорација е доста важен процес кој треба да се одржува на едно високо ниво во поглед на доверливоста, брзината, точноста, како и извршувањето на самите активности. Појавата на пречки во рамки на овие процеси може да влијае сериозно врз работењето на корпорацијата. Дополнително, би требало да се посвети внимание и на делигираните авторитети коишто ги имаат вработените. Проблемот би бил уште поголем доколку станува збор за голема корпорација од глобален аспект, па генерираниот проблем брзо би се раширил. Поради тоа, менаџментот треба да постави мерки во форма на награди или казни, кои би ги мотивирале вработените да работат во полза на корпорацијата и нејзините акционери. Паралелно на ова, потребно е да се зајакне и процесот на контрола, со којшто рано би се детектирале овие пропусти и би се сигнализирало навремено, со што би била избегната поголема штета. Пример за злоупотреба овде може да послужи случувањето на злоупотреба на авторизација на Жером Кервиел (Jérôme Kerviel), вработен во познатата француска банка Сосиете Женерал (Société Générale). Тој во периодот 2006-2008 извршил трансакции што ја надминуваат авторизацијата којашто ја имал, во вкупен износ од 49,9 милјарди долари, бројка што ја надминува пазарната капитализација на банката. Покрај тоа што се верува дека Кервиел не остварил личен профит

¹⁶Фити, Т. (2009). Феноменологија на економските кризи, Економски факултет – Скопје, 270

од преземаните активности, сепак ризикот на којшто ја изложил банката, нејзините клиенти, доверители и акционери, а и финансискиот систем е огромен.

Зајакнувањето на корпоративната контрола во борбата против моралниот хазард претставува сериозен предизвик. Тежината на проблемот лежи во тоа што оние коишто би требало да бидат носители на сите одлуки во рамките на корпорацијата – менаџерите се токму и главните виновници коишто ги искористуваат своите позиции во своја корист, а на сметка на акционерите, т.е. го предизвикуваат моралниот хазард, наместо да се борат против истиот. Ситуацијата би била уште потешка ако станува збор за големи корпорации чишто менаџери имаат и силно политичко влијание, па се способни да влијаат и на државните регулативи, ослободувајќи си простор за уште поголема злоупотреба на своите позиции. Со тоа само се нагласува опасноста и потребата за масовно информирање на сите вклучени, со цел спречување на овие појави и зајакнување на корпоративната контрола до потребното ниво.

2.2.2 Државна регулација

„За разлика од многу мои колеги, јас верувам дека државата може да одигра многу голема улога во одржување стабилна економија. Историјата го покажала тоа!...но сепак не секоја Влада знае ова да го изведе.“

Нуриел Рубини- Американски економист

Современата државна регулација (економска и општествена) претпоставува инволвирање на државата (на владата) во т.н. домени на пазарен неуспех – економски сектори во кои пазарот не може да осигури ефикасно користење на ресурсите¹⁷. Со оглед на обемот на операциите што се вршат во финансиите и

¹⁷Фити, Т. (2009). Феноменологија на економските кризи, Економски факултет – Скопје, 270-271

обемот на ангажирани средства, нормално е да се очекува зголемена опасност од појава и на морален хазард. Впрочем, моралниот хазард е појава којашто е карактеристична за финансиското работење. Од друга страна, значењето кое го имаат овие операции, во кои се вклучени огромен број на физички и правни лица, е огромно за економијата на секоја држава, но и за глобалната економска ситуација.

Потребата за регулирање на финансиското работење, односно работењето на сите банкарски и небанкарски финансиски институции, е повеќе од евидентна. Фундаментална цел на банкарската регулација е да се одржи јавната доверба во банкарскиот систем и финансиските инструменти. Историски гледано, губењето на довербата често водело и кон банкарска паника¹⁸. Банкарскиот сектор едноставно не е функционален во услови кога се губи довербата, па и најмоќната банка може да се соочи со сериозни проблеми кога има банкарска паника и „навала на банка“.

Државата, најчесто за да ја зголеми довербата во банкарскиот сектор, формира агенција за обезбедување на депозитите, со што ги заштитува депонентите (до определен износ) од евентуално губење на средствата како резултат на пропаст на банката. Станува збор за обезбедување на ликвидност на финансиската институција од страна на централната банка, во ситуација кога се јавува абнормална побарувачка за ликвидност и истата не може да се надомести од друг извор. Централната банка е наречена позајмувач во крајна инстанца¹⁹. Практично, се јавува ситуација слична на следнава:

Вашето дете оди на универзитет во оддалечено место, а вие за да бидете добар родител, би сакале да се осигурите дека не би му недостигало нешто и дека не би се случила ситуација да остане без пари. Поради тоа, му давате кредитна картичка, со која може да повлекува средства директно од вашата сметка. Како што му ја предавате картичката, му велите:

а) без грижи, сметката е преполна со пари, слободно употреби ја картичката за било која причина, или пак, недостаток којшто го имаш;

¹⁸ Koch, W.T. (1988). Bank management, The Dryden press, 6

¹⁹ Enoch, C. Marston, D. Taylor, M. (2002). Building strong banks: Throug surveillance and resolution, International Monetary Fund, Washingotn D.C., 20

б) употребувај ја картичката само за нужни цели, со денешниве проблеми секако е тешко да врземе „крај со крај“.

Секако дека би сакале вашето дете да го научите на вештини за менаџирање на пари, па би го одбрале говорот под б). На тој начин, го штитите од евентуален недостаток, но и го учите да се однесува домаќински²⁰.

На тој начин (преку обезбедување на депозитите) е формирана еден вид на заштитна мрежа што долги години се покажа како успешна во заштита на депонентите и превенирање на банкарските паники. Сепак, доколку се изврши детална анализа, ќе се констатира дека формирањето на таков механизам може да претставува и потенцијален извор на проблеми. Најсеризен недостаток на владината сигурносна мрежа е токму моралниот хазард. Како што беше и претходно споменато, постоењето на осигурување ги зголемува мотивите за преземање ризици што можат да резултираат со осигурителни исплати²¹. Знаејќи дека постои позајмувач во крајна инстанца, се намалува иницијативата кај финансиските институции од држење на поголеми суми на ликвидни средства, како заштита од банкарски налет²². Поради тоа, потребно е да бидат имплементирани дополнителни правила кои мора да бидат испочитувани при осигурувањето на депозитите, со цел избегнување на моралниот хазард.

Во банкарскиот сектор постои изрека дека „слобода за натпревар“ значи „слобода за пропаст“, поради тоа што губењето на довербата во една институција значи и губење на доверба во целиот систем. Тоа ја нагласува потребата од зголемување на контролата и супервизијата во банкарското работење, процес што е спротивен на дерегулацијата што беше карактеристична за претходниот период. Државата е таа која би требало да спроведе мерки со кои би се спречиле грешки, измами и злоупотреби во финансискиот систем.

Главен механизам за спроведување на контрола и супервизија и имплементирање на адекватни стандарди и правила во финансискиот систем е

²⁰ Cooper, G. (2008). The origin of financial crisis, Vintage books, 59

²¹ Мишкин, Ф.С. (2010). Пари, банкарство и финансиски пазари, Магор, 281

²² Roubini, N. Mihm, S. (2010). Crisis Economics, Allen Lane: Penguin Books, 71

водење на правилна монетарна политика и елиминирање на политичкото влијание во истата. Супервизијата посебно ги надгледува и ги анализира следниве индикатори: капитална адекватност, квалитетот на активата, заработка на менаџерите, ликвидноста и осетливоста на пазарниот ризик (т.н. CAMELS rating – capital adequacy, asset quality, management earnings, liquidity, sensitivity to market risk).

Освен регулирањето, во рамките на една држава постојат и правила што важат на меѓународно ниво, а се поврзани со финансиското работење, пред сè, банкарството. Овде е потребно да се споменат познатите Базел - регулативи за банкарско работење. Станува збор за комплексна методологија за утврдување на адекватноста на капиталот, којашто во голема мера одговара и произлегува од тековните состојби на меѓународните финансиски пазари. Имено, појавата и развојот на новите банкарски производи и инструменти и новите методи за управување со банкарските ризици наметнаа потреба за сериозни промени во Капиталната спогодба од 1988 година, со која се воспоставуваат основните принципи за утврдување на потребниот износ на капитал за покривање на ризиците на кои е изложена една банка во своето работење. Како резултат на ваквите движења и промени, Базелскиот комитет за банкарска супервизија во 1999 година го започна процесот на ревизија на Капиталната спогодба, заради развивање на нова рамка за утврдување на капиталната база. Во 2004 година, Базелскиот комитет го усвои конечниот текст на Капиталната спогодба, позната и како Базел II. По нејзиното донесување, во голем број земји од светот започнаа активности за воведување и примена на одредбите од оваа спогодба. Како резултат на глобалната финансиска криза којашто започна во 2007 година, во претходните неколку години националните финансиски регулатори и меѓународните финансиски организации преземаа значајни активности за зајакнување на финансискиот систем и зголемување на неговата отпорност. Како дел од тие активности, од особено значење се активностите на Базелскиот комитет за банкарска супервизија. Од појавата на кризата до денес, Комитетот има изработено повеќе предлози за унапредување на постојната капитална рамка и зајакнување на прудентните стандарди, а има направено и измени во различни

делови од спогодбата. Во таа насока се и последните измени на Базелската капитална спогодба, познати како Базел III, коишто беа усвоени од страна на највисокиот орган на Базелскиот комитет во август и септември 2010 година.

Банкарските кризи со коишто се има соочено светот низ историјата, јасно ја нагласуваат потребата од постоење на адекватни показатели, како база за проценка на финансиската стабилност. Како подрачје на коешто посебно треба да се обрати внимание се индикаторите што како предмет на проучување ги имаат лошите кредити, мерењето на банкарската капитализација, профитабилноста и квалитетот на колатералот²³.

2.2.3 Договорна ограниченост на активностите

Зголемувањето на комплексноста на операциите коишто се опфатени во рамките на финансискиот систем ја зголемува и ризичноста на истите. Истото важи и за зголемување на одговорностите на поедни лица вработени во големите финансиските институции. Треба да се очекува дека доколку се преземат мерки што би биле во насока на ограничување на комплексноста на операциите, како и ограничување на авторитети кои/што се доделени, може да се дејствува превентивно и да се намали изложеноста на морален хазард. Како пример за ограниченост на активностите може да послужи т.н. „кинески сид“, којшто постоеше во банкарскиот систем во САД и дејствуваше во насока на раздвојување на комерцијалните од инвестиционите банкарски активности во рамките на една банкарска финансиска институција.

Дополнително, овде може да се воведат и рестриктивни клаузули и засилување на мониторингот со цел редуцирање на моралниот хазард, преку спречување на непосакуваното однесување, или преку охрабрување на посакуваното однесување. Постојат четири вида рестриктивни клаузули и тоа:

²³ Enoch, C. Marston, D. Taylor, M. (2002). Building strong banks: Through surveillance and resolution, International Monetary Fund, Washington D.C., 11

- Клаузули за спречување на непосакувано однесување, коишто се дизајнирани така што ќе го намалат моралниот хазард преку спречување на корисникот на заемот да се однесува непосакувано, т.е. спречување да се инвестира во ризични проекти.
- Клаузули што го охрабруваат посакуваното однесување, коишто го охрабруваат корисникот на заемот да врши активности што ја зголемуваат веројатноста дека заемот ќе биде вратен (пример, одржување на висока нето-вредност, минимално ниво на одредени средства што фирмата е обврзана да го одржува итн).
- Клаузули за одржување на вредноста на колатералот, со што се охрабрува корисникот да го одржува колатералот во добра состојба за тој да остане во сопственост на заемокорисникот (пример: осигурување на автомобилот којшто е даден како колатерал итн.).
- Клаузули за обезбедување информации со коишто се бара од фирмата-заемокорисник периодично да обезбедува информации за своите активности во форма на квартални сметководствени извештаи, со што ќе се олесни мониторингот и ќе се редуцира моралниот хазард.

Менаџментот може да се одлучи да примени некоја од наведените клаузули, или пак, да воведо микс од истите со цел правилно насочување на активностите и минимизирање на ризиците. Ограничувањето на активностите ја намалува моќта на поединците да се вклучат во определени операции што влијае негативно на профитабилноста, но истовремено ја намалува и ризичноста.

3. Асиметрични информации во банкарскиот сектор – влијание на моралниот хазард врз банкарскиот систем

Bank failures are caused by depositors who don't deposit enough money to cover losses due to mismanagement.

Dan Quayle

Несомнено е дека банкарството е ризичен бизнис. Банките позајмуваат краткорочно. Нивните главни обврски се влогови наплатливи на барање, краткорочни меници, суми со дефинирани датуми оддалечени само недели или месеци. Од друга страна, банките кредитираат долгорочно. Нивните средства се заеми со рок од неколку месеци или години, хипотеки наплатливи по повеќе години и долгорочни обврски²⁴.

Основа на сите банкарски операции е довербата. Појавата на асиметрични информации во овој сектор драстично ја нарушува истата, што може да резултира со банкарска паника. Банкарската паника, сама по себе не е ирационален настан. Истата се случува кога доаѓа информација за определена неправилност. Налетот произлегува од потенцијалните проблеми коишто ги имаат банките, а не обратно, проблемите да произлезат од налетот²⁵. Банкарските паники, како што покажува историјата, можат да бидат сериозен проблем за финансискиот систем на една држава, но и причина за глобална нестабилност. Од таа причина, регулаторните власти отсекогаш се труделе да ги контролираат индивидуите и активностите поврзани со финансиската интермедијација. Нивната фундаментална цел е да ги заштитат јавните средства и довербата во финансискиот систем²⁶.

²⁴Тобин, Џ. Голуб, С.С. (2011), Пари, кредит и капитал, Арс Ламина Скопје, 208

²⁵ Gorton, G.B.(2012). Misunderstanding financial crises, why we don't see them coming, Oxford University Press, 5

²⁶ Koch, W.T. (1988). Bank Management, The Dryden press, 41

3.1 Влијание на моралниот хазард врз традиционалните банкарски активности

Традиционалните банкарски активности вклучуваат примање на депозити и врз основа на истите се одобруваат кредити. Всушност, банките претставуваат финансиски посредници кои за определен надоместок ги спојуваат суфицитарните економски субјекти со дефицитарните економски субјекти. Суфицитарните економски субјекти ги отстапуваат своите средства, во одреден временски период на банката, за определен надоместок (пасивна камата) и веруваат дека по истекот на утврдениот рок (или по видување, во зависност од самиот договор) ќе ги имаат своите средства, непречено, на располагање. Од друга страна, дефицитарните економски субјекти бараат кредит (кредит-credo-верувам) од банката и се обврзуваат на банката да ѝ исплатат определена сума (активна камата), но и за определен период да го вратат полниот износ кој го зеле од истата. Разликата помеѓу активната и пасивната камата ја претставува заработката, која ѝ останува на банката од целиот процес на медијација. Доколку се анализира објаснетиот процес, лесно може да се заклучи дека довербата е клучен фактор и нарушувањето на истата може да биде фатално.

Моралниот хазард како проблем се јавува по склучувањето на договорот во којшто банката како заемодавател е таа што може да загуби, а должникот е тој којшто може да добие. Тоа значи дека банката, нејзиниот менаџмент, но и нејзините акционери, се тие кои треба да преземат соодветни заштитни мерки. Овде може да се даде познатиот пример кој што вели: *„ако ѝ должиш 100 илјади долари на твојата банка, тогаш си во голема неволја....но доколку ѝ должиш 100 милиони долари, тогаш твојата банка е во голема неволја.“*

Моралниот хазард е под влијание на низа фактори врз кои банката има директна, индиректна, или пак, воопшто нема контрола. Варијацијата во вредностите на овие фактори ја диктира и изложеноста на банката на опасноста од морален хазард, но и изложеноста на останатите банкарски

ризичности. Прикажувајќи ги овие фактори ќе дадеме и приказ на случувањата коишто се одвиваа во финансискиот систем во последните неколку децении и влијанието на истите.

- *Висината на каматните стапки* – банката во зависност од економската состојба, монетарната политика во државата, како макроекономски показатели, но и кондицијата на одредени индустрии во економијата и конкретни фирми, ги дефинира каматните стапки на своите кредити. Дали банките водени од желбата за максимизација на профитот не би требало да поставуваат високи каматни стапки? Одговорот на ова прашање е дека кога имаме повисоки каматни стапки, доаѓа до успорување на економската активност, од проста причина што ретки се проектите што имаат стапка на принос која би можела да ја покрие каматата, но и да му донесе профит на инвеститорот. Во овие ситуации реално е да се очекува дека голем број од барателите на кредит ќе спаѓаат во високо-ризична група, што значи дека би биле спремни да преземат ризик, многу повисок од она што би биле спремни да носат, од проста причина што во ситуација проектот да пропадне, загубата ќе биде на страната на банката, во форма на ненаплатлив кредит. Но, дали ова значи дека банките би требало да ги избегнуваат високите каматни стапки? Поставувањето на ниски каматни стапки би водело кон експанзија на кредитирањето, при што кредити би зеле и оние коишто на помал шок во економијата би имале сериозни проблеми за редовно сервисирање на долгот. Ова ни го покажува значењето на каматните стапки и потребата од нивно правилно формирање, со цел минимизирање на ризикот.
- *Конкуренција* – притисокот којшто го наметнува конкуренцијата, без разлика дали станува збор за конкуренција од останатите банкарски институции, или пак, небанкарски финансиски институции, влијае на одлуките на менаџментот. Во услови кога имаме зголемена конкуренција, за очекување е дека е можна појава на варијабилност на остварените приходи на банката, што пак може да резултира со поризични менаџерски одлуки, но и притисок на банките врз регулативата, со цел ослободување на стегите. Во

периодот што ѝ претходеше на финансиската криза од 2007 година, банките го сторија токму тоа, односно вршеа огромен притисок преку своите лоби групи врз политичарите. Со тоа се создадоа предуслови за појава на морален хазард, поради тоа што менаџментот, пред сè на поголемите банки („too big to fail“), смета дека државата не би дозволила банката да пропадне доколку се реализира преземаниот ризик, па е спремен да се впушти и во високоризични операции.

- *Регулација / дерегулација* – мерките и ограничувањата коишто постојат во банкарскиот систем, но и општо во финансиите, се најчесто поставени со цел намалување на ризикот, но и намалување на профитабилноста. Последните неколку децении банките извршија огромен притисок врз политичарите за отстранување на овие стеги, со цел зголемување на профитабилноста. Силното банкарско лоби успеа да отргне голем дел од поставената регулатива, со што глобалниот финансиски систем влезе во една ера на масовна дерегулација. Овде е потребно да се спомене Gramm-Leach-Bliley-овиот закон со кој се укина Glass-Steagall-овиот закон. Glass-Steagall-овиот закон беше донесен по големиот колапс во 1929 година и повлекувањата на банкарските депозити од раните 1930-ти. Со него се побара американските банки да ги разграничат нивните комерцијални и инвестициони банкарски операции на два различни ентитета. Во 1999 година, Американскиот Конгрес, го донесе Gramm-Leach-Bliley-овиот закон, со кој се укинаа законите од ерата на депресијата т.е. се укина Glass-Steagall-овиот закон²⁷. Укинувањето на Glass-Steagall-овиот закон ги претставува и најголемите чекори во насока на дерегулација, што пак, како фактор ја зголеми ризичноста во банкарското работење.

²⁷ Block. S.B. & Hirt, G.A. (2008). Foundation of financial management, McGraw – Hill Irvin, 460

3.2 Морален хазард и неговото влијание врз финансиските иновации

*„Регулирањето на трансакциите со деривати кои
помеѓу себе ги склучуваат професионалци е непотребно“*

Alan Greenspan

Chairman of the Federal Reserve

„Модерниот финансиски систем е неограничено комплексен и можеби премногу комплексен за да го разбере една личност“ (BIS 2009, р. 4). Комплексноста, без сомнение, на инвеститорите им прави дополнителни проблеми за мерењето на ризиците при вложувањата²⁸. Но, за да опстанат во новата економска средина, финансиските институции мораат да вршат истражување и да развиваат нови производи и услуги што ќе ги задоволат потребите на клиентите и ќе обезбедат профит, процес наречен финансиско инженерство. Австрискиот економист Јозеф Шумпетер изјавил дека капитализмот се развива врз основа на иновација, така што се воведуваат нови процеси и технологии кои ги поништуваат старите²⁹. Финансиското инженерство, според ова, претставува носител на развојот на финансискиот систем. Преку овој процес се добиваат нови финансиски инструменти, наречени финансиски деривати – инструменти кои дополнително ја зголемуваат комплексноста на целиот процес. Деривати се инструменти чијшто исплати се поврзани со претходно издадени хартии од вредност (underlying) и тие би можеле да се употребуваат за заштита од ризикот³⁰. Како основа на дериватите може да послужат: акциите, обврзниците, девизите, инструментите на пазарот на пари или берзанските индекси. Притоа, номиналната вредност на финансиските инструменти што се предмет на договорот се нарекува договорна вредност (notional amount) на дериватите.

²⁸ Фити, Т. (2009). Феноменологија на економските кризи, Економски факултет – Скопје, 275

²⁹ Rajan, R.G. (2010), Fault Lines, Princeton, 50

³⁰ Мишкин, Ф.С. (2010). Пари, банкарство и финансиски пазари, Магор, 250 - 251

Финансиските деривати иако се релативно нова појава (датираат од 1980), сепак на најголемите и најразвиените пазари нивната вредност повеќекратно го надминува износот на нивните средства (на крајот на 2007 година вкупните средства на комерцијалните банки во САД изнесувале 11,1 трилиони долари, а договорната вредност на вонбилансните деривати достигнала дури 164,8 трилиони долари)³¹. Во финансиските иновации влегуваат: опции, фјучарси, свопови, секјуритизацијата како процес итн. Карактеристично е дека финансиските деривати и покрај тоа што речиси го преплавија пазарот, не беа предмет на ниту една регулатива, од проста причина што регулаторните власти сметаа дека истите се предмет на работење на големи финансиски институции, коишто кадровски располагаат со голем број на високо квалитетни професионалци, па регулативата би била тотално непотребна. Регулаторните власти не само што сметаа дека луѓето коишто работат за големите финансиските институции вклучени во тргување на деривати се доволно стручни и совесни да постапуваат најдобро за системот, туку и остро се спротивставуваа на секој обид за регулирање на овој пазар. *„Регулирањето на трансакциите со деривати кои помеѓу себе ги склучуваат професионалци е непотребно“* изјави Алан Греенспан (Alan Greenspan) - Претседател на ФЕД (Chairman of FED 1987-2006), а обидот за регулирање на пазарот на деривати од страна на Бруксли Борн (Brooksley Born), која била назначена за Претседател на CFIC (Commodity Futures Trading Commission) завршил неуспешно, откако била контактирана од Лери Самарс (Lawrence Summers), кој во тоа време бил Министер за финансии (Secretary of the Treasury) со зборовите: *„Имам 13 банкари во мојата канцеларија и тие рекоа: Ако продолжиш со ова, ќе ја создадеш најголемата криза после Втората Светска Војна“*.³²

Со ова директно се влијаеше на создавање на услови за појава на морален hazard. Практично се роди можност на инструментите, кои првично беа наменети за намалување на ризичноста и кои требаше да служат како „падобран“ во услови на

³¹ Петревски, Г. (2008), Управување со банките, Универзитет „Св. Кирил и Методиј“ – Економски Факултет – Скопје, 413

³² Jonhson, S. and Kwak, J. (Април 23, 2010), '13 Bankers', The New York Times, Преземено на 28.11.2015, <http://www.nytimes.com/>

криза, да се трансформираат во главен извор на проблеми за целиот финансиски систем. На крајот, она што започна како морален ризик, за многу кратко време се трансформираше во повеќе од реална и страшна појава и резултираше со појавата на финансиската криза во 2007 година. Познатиот инвеститор Ворен Бафет (Warren Buffett), финансиските деривати ги опишал како оружје за масовно уништување (weapons of mass destruction), што и не е констатација далеку од реалноста, доколку се земе во предвид огромната можност за појава на морален хазард во работењето со овие инструменти и непостоењето на регулатива, којашто би го спречила ова.

4. Влијание на моралниот хазард врз кредитниот ризик

„Finance is not merely prone to crises, It is shaped by them.“

The Economist

Растот и падот во перформансите на една банка е често поврзан со варијациите во квалитетот на кредитното портфолио. Приходите по основ на кредитирање опфаќаат најголем дел од вкупните приходи на една банка. Успешното менаџирање на средствата и обврските бара строг мониторинг на кредитирањето и следење процедури, со цел минимизирање на загубите³³. Кредитирањето, од друг аспект пак, претставуваважен сегмент за стопанството на секоја земја, кој директно влијае на нејзиниот стопански развој. Преку управувањето со кредитниот ризик, банките настојуваат да ја задржат контролата над своите побарувања и да ги намалат/избегнат загубите во работењето, што понатаму може да има директни импликации на опстанокот и просперитетот на банката, а индиректно и над стабилноста на целокупната економија во земјата. Затоа, управувањето со ризиците, а особено со кредитниот ризик како доминантен

³³ Koch, T.W. (1988), Bank management, The Dryden Press, 138

банкарски ризик, претставува основа на банкарското работење³⁴. Кредитниот ризик може да се дефинира како опасност активата на банката, пред сè, нејзиното кредитно портфолио да загуби вредност, поради ненавремено или нецелосно враќање на кредитот. Комплексноста на кредитниот ризик и неговото влијание во банкарското работење се менувало, како што се менувале условите на кредитирање. Така, во периодот кога се појавиле првите кредити во Фиренца, Сиена, а подоцна и во Венеција и Џенова, позајмувањето било ограничено на финансирање на жетвата. Поради тоа што станува збор за нешто што реално постои и може да се види на полињата, кредитниот ризик бил доста мал³⁵. Како што се менувале условите, така се менувала и важноста на кредитниот ризик. Денес, многу светски банкарски аналитичари го сметаат кредитниот ризик за најважен фактор којшто влијае на профитот на банките и на вредноста на нивните инструменти. Зборувајќи за ова, речиси е невозможно, а да не се спомене моралниот хазард. Всушност, моралниот хазард на некој начин најчесто се јавува како претходник на кредитниот ризик. Од овде произлегува и потребата за детално анализирање на овие две банкарски појави и на нивната корелативна врска, како и нивната улога во финансиската криза од 2007 година.

4.1 Кредитен ризик и управување со кредитен ризик

Кредитниот ризик ја претставува веројатноста дека финансиските инструменти ќе загубат во својата вредност, поради неисполнување на договорените обврски на должникот, кои би можеле да предизвикаат ненавремена и/или непотполна отплата на главницата, каматата и останатите надоместоци. Како водечки банкарски ризик, кредитниот ризик е поврзан и со останатите банкарски ризици, како што е ликвидносниот ризик, ризикот на несолвентност, каматниот, валутниот и оперативниот ризик. Кредитниот ризик има повеќе појавни

³⁴ Маџова, В. (2010). Управување со кредитниот ризик во комерцијалното банкарство, Центар за банкарство и финансии, 13

³⁵ Freixas, X. Rochet, J.C. (2008). Microeconomics of banking, MIT Press, 5

облици, видови и димензии. Според, Joel Bessis, кредитниот ризик има три димензии:

- ризик од неплаќање (default risk) – кога должникот делумно или целосно не ги извршува своите договорени кредитни обврски и кога пазарната вредност на конкретниот кредит падне под вредноста, по која тој бил одобрен. Ова е во суштина најзначајната димензија на кредитниот ризик.
- ризик од изложување (exposure risk) – е генериран од неизвесноста на банката, колкав износ на кредити ќе одобри во иднина, земено во целина и/или на поединечен клиент.
- ризик од надоместување на кредитот (recovers risk) – е условен од причината за неговото невраќање, односно финансиската кондиција на комитентот да го отплаќа кредитот, од видот на колатералот со кој кредитот бил обезбеден, како и неговата реална состојба и пазарна вредност³⁶.

Кредитниот ризик може да се подели и во зависност од банкарските активности и тоа на:

- кредитен ризик кој произлегува од традиционалните банкарски активности и
- специфичен кредитен ризик, кој е поврзан со операции со вонбилансните активности, хартиите од вредност и ризикот на земјата.

Кредитниот ризик кој произлегува од традиционалните банкарски активности, понатаму може да се подели во зависност од тоа дали се кредитира физичко или правно лице, па така се јавува:

- ризик при кредитирање на поединци и
- ризик при кредитирање на претпријатија,

како и во зависност од времетраењето, па имаме:

- ризик при краткорочно кредитирање и
- ризик при финансирање на инвестиции (долгорочно).

³⁶Маџова, В. (2010). Управување со кредитниот ризик во комерцијалното банкарство, Центар за банкарство и финансии, 21

Управувањето со кредитниот ризик во банкарското работење е неопходно за задоволување на основната цел на функционирање на било која компанија, а тоа е зголемување на профитабилноста. Профитабилноста е зависна од кредитниот ризик поради тоа што неговото реализирање, како што беше споменато, влијае врз вредноста на активата на самата банка. Кога зборуваме за намалување на вредноста на активата на банката, мора да се спомене дека истата, како резултат на реализација на кредитниот ризик, може да предизвика и несолвентност, што всушност ја покажува и втората причина зошто е потребно да се посвети посебно внимание на овој ризик.

Следните активности треба да ги преземе една банка, во насока на ефикасно управување со кредитниот ризик:

- оптимализација на кредитното портфолио, негово обезбедување и деверзификација;
- поставување на правилна структурна организација и нејзино прилагодување кон промените;
- контролирање на кредитното работење;
- информатичка поддршка; вработување на квалификувани кадри и нивно постојано дообучување;
- одржување на постојани контакти со клиентите и мониторинг на нивната финансиска кондиција итн.

Со цел успешно спроведување на овој процес, потребно е во истиот да учествуваат повеќе внатрешни и надворешни фактори. Така, акционерите, како внатрешен фактор, можат да имаат клучна улога во успешното работење на банката. Тие преку органите на управување се одговорни за утврдување на стратегијата на банката, којашто треба најсоодветно да одговара на даденото економско опкружување, да ги одобрат кредитните процедури и политики и да воспостават механизми за контрола на доследната примена на истите во практиката. Акционерите, исто така, го одбираат и раководството на банката и непосредно можат да влијаат на неговите одлуки и да вршат контрола над истото. Раководството, исто така, претставува еден од внатрешните фактори кои имаат

влијание врз успешноста на управување со кредитниот ризик. Имплементирањето на адекватни мерки и избегнувањето на можноста на злоупотреба на својата функција и појавата на веќе опишаниот агент-принципал проблем е од огромна важност за правилно управување, општо со ризичната изложеност на банката. Правилното контролирање и мотивирање на менаџментот да донесува одлуки кои се во полза на акционерите и доверителите и да го избегнува мораниот хазард, игра доста голема улога во остварувањето на целите на банката за раст на профитабилноста и одржување на солвентноста. Со цел ова да се спроведе и во практика, потребно е да постои интересен надзор во рамките на банката, кој го претставува третиот внатрешен фактор за правилно управување со кредитниот ризик. Максимизирање на заработките, паралелно со намалување на ризичната изложеност, како и потврдување на веродостојноста, целосноста и точноста на информациите, коишто ги отсликуваат овие параметри, се основните цели на интерната контрола во една банка. Во редот на надворешни фактори за успешно управување со кредитниот ризик спаѓаат:

- пазарната дисциплина и
- надворешниот надзор (супервизија) на банкарското работење

Пазарната дисциплина постои со цел да се заштити банкарскиот и финансискиот систем од проблемите кои произлегуваат од работењето на една банка. Тоа се врши преку правовремено објавување на финансиски информации кои овозможуваат да се види вистинската слика за работењето на една банка. Повторно, за да бидеме сигурно дека објавените информации освен што се навремени, се и точни, постои контрола во банкарското работење што дополнително влијае на ограничување на ризикот, преземен од страна на банките.

Банката има бројни механизми и техники за пресметка на изложеноста на кредитен ризик кон определен комитент. Класичната кредитна анализа е една од најпознатите техники за проценка на кредитниот ризик. При користење на оваа анализа, кредитните референти имаат на располагање стандардни аналитички техники за оценка на кредитната способност на потенцијалните кредитобаратели, односно да ја оценат веројатноста дека истите ќе одговорат на кредитните

обврски. Утврдувањето на кредитната способност по пат на кредитна анализа бара сериозен пристап, соодветна оспособеност, знаење и вештина од страна на кредитните референти, преку кредитните аналитичари, па се до кредитниот менаџер. Еден од можните пристапи е анализа и вреднување на 5 или 6 аспекти (фактори) на клиентот, односно 5C или 6C анализа, која ги опфаќа:

- карактерот на кредитобарателот (Character);
- неговиот капацитет (Capacity);
- капиталот (Capital);
- обезбедувањето на кредитот (Collateral);
- условите и работењето (Conditions);
- контролата (Control).

Се работи за изворен американски концепт, којшто може да им помогне на банките како основа во изградба на сопствен систем за оценка на кредитната способност, а со тоа и проценка на кредитниот ризик³⁷.

4.2 Моралниот хазард – катализатор на кредитен ризик

Во современи услови, контролата на работењето на деловните банки се одвива преку два паралелни механизми:

1. Процес на дерегулација на банкарското работење, како последица на желбата и тенденцијата да се зголеми конкуренцијата на финансискиот пазар.
2. Процес на зголемена регулација на банкарското работење, како последица на глобализацијата на финансиските пазари.

Намалувањето на регулацијата има тенденција да се замени со зголемена самоодговорност на банкарскиот менаџмент во управување со банкарските ризици. Меѓутоа, не е доволно само банките да развијат систем на

³⁷ Маџова, В. (2010). Модели за оценка на кредитната способност на комитентите на банките, Центар за банкарство и финансии, 29-30

идентифицирање и контролирање на кредитниот и другите ризици, туку е потребно и да се развие соодветно интерно и екстерно опкружување (добар сметководствен систем, обврска за обелоденување на информациите и строго почитување на обврската за подмирување на долговите), со што ќе се овозможи побрза и полесна идентификација на ризикот и соодветна корективна акција од страна на банката³⁸. Овде посебно место зазема и моралниот хазард и потребата за правилно справување со истиот, што ќе делува како превентива во борбата против кредитниот ризик. Бројни се историските примери коишто покажуваат кои се ефектите доколку ова не се спроведе. Така, како пример може да се посочи банкарската криза во Јапонија при крајот на осумдесеттите и почетокот на деведесеттите години, која беше поврзана со шпекулативен меур. Најсвежи се сеќавањата на последната финансиска криза којашто премина во глобална економска криза. Впрочем, тоа е само показател дека справувањето со кредитниот ризик, но и влијанието на моралниот хазард врз него, т.е. принципите на „доброто кредитирање“ сè уште не се научени.

„Доброто кредитирање“ е од огромно значење за една банка, ако веќе се знае дека најголемиот дел од нејзините приходи произлегуваат токму од кредитното работење. За да може една банка да одобри кредит, мора да позајми средства од нејзините депоненти од друга банка, од финансиските пазари итн. Ова создава една мрежа на меѓусебно поврзани субјекти и секој од нив би требало да се залага да се почитуваат принципите на доброто кредитирање. Доколку ова не е случај, имаме појава на системска криза. Банкарските системски кризи не би се појавувале само доколку економијата нема банкарски долгови, односно ги има во многу мала мера³⁹. Токму овде лежи конекцијата помеѓу моралниот хазард и кредитниот ризик и Впрочем истата се провлекува долж целиот процес. Банката е таа која позајмува средства и истата знаејќи дека постои државна сигурносна мрежа, која до определен степен ги штити депозитите, може да одобри кредити на субјекти со повисоко ниво на ризик и автоматски да се

³⁸ Мацова, В. (2010). Управување со кредитниот ризик во комерцијалното банкарство, Центар за банкарство и финансии, 60

³⁹ Gorton, G.B. (2012). Misunderstanding financial crises, why we don't see them coming, Oxford university press, 5

изложи себеси, своите депоненти и акционери, но и целиот банкарски и финансиски систем на поголемо ниво на кредитен ризик. Одобрувајќи кредити на широка база на комитенти, банката и во ситуација кога се придружува до најстроги правила и применува најстроги процедури за селекција, сепак, може да дојде во контакт со комитент којшто има ризичен проект и којшто би ризикувал, а доколку крајниот резултат е неуспех, штетата би паднала на терет на банката.

Од овие примери јасно се гледа присуството на моралниот хазард и неговата силна поврзаност со изложеноста на банката на кредитниот ризик. Игнорирањето на опасноста која произлегува од моралниот хазард и несправувањето со истиот, во краен случај претставува неправилно справување со кредитниот ризик и оставање широко отворена врата за реализација на оваа штетна појава. Впрочем, нешто слично се случуваше во периодот што претходи на неодамнешната финансиска криза. Банките во овој период одобрија голем број на т.н. NINJA –кредити (no income, no job or asset). Станува збор за хипотекарни заеми, кои според своите карактеристики се во групата на подредени заеми (subprime loans). Како што кажува и самото име на кредитите, истите се одобрени на лица кои немаат никаков приход, немаат постојано вработување и не располагаат со друга форма на имот кој би послужил како обезбедување, освен заложената хипотека на имотот којшто е купен со самиот кредит. Станува збор за најлошата форма на заемобаратели што банката би можела да ги замисли. Сепак, како резултат на постоењето на секјуритизацијата и непостоењето на посебна регулатива во истата, банките овие кредити многу лесно ги препакуваа и ги препродадоа на инвеститорите и тоа многу често како висококвалитетни хартии од вредност. Постоењето на моралниот хазард во целиот тој процес е повеќе од евидентно, а неговото влијание врз зголемувањето на кредитниот ризик повеќе од јасно.

5. Глобалната финансиска криза од 2007-2008 година – појава, причини, последици

*The global economic crisis of 2007 cost tens of millions of people, their savings, their jobs and their homes!
This is how it happened!!!*

Глоблизацијата претставува еволуција на пазарите и институциите, така што географските граници не влијаат на финансиските трансакции. Економската политика на една држава влијае на економските политики на другите држави. Средствата непречено течат од една во друга економија, како резултат на ефикасните пазари на пари, капитал и девизниот пазар⁴⁰. Глоблизацијата е пропратена со значителен раст во услужниот сектор. Развојот на услужниот сектор, заедно со глобализацијата, се сметаше дека ќе овозможи брз економски раст. Сепак, мал е бројот на луѓе кои растот и економскиот развој го гледаа како резултат на стабилноста и трпеливоста, а не брзината, со што практично и немаше некоја поголема пречка за форсирање на ова гледиште⁴¹.

Економијата е една од водечките сили на процесот на глобализација. Современата технологија овозможи вршење на бизнис низ целиот свет, со голема леснотија и минимални трошоци. Производителите го гледаат извозниот и увозниот пазар со иста важност како и домашните пазари⁴². Поврзувањето на различните економии овозможува голем број на погодности за развој на светската економија. Финансискиот систем е главниот извор за раст на економијата. Идејата дека овој систем е клучен фактор во економскиот развој потекнува уште од тврдењата на Јозеф Шумпетер [1934] (Joseph Schumpeter) и Александер Гершенкрон [1962] (Alexander Gerschenkron), со нивните излагања за

⁴⁰ Koch, T.W. (1988). Bank management, The Dryden Press, 48

⁴¹ Rajan, R.G. (2010). Fault Lines, Princeton, 47

⁴² Koch, T.W. (1988). Bank management, The Dryden Press, 584

различните искуства за економски развој на државите⁴³. Освен глобализацијата, преку финансискиот сектор е прикажан и развојот на услужниот сектор. Практично, токму на развојот на светските финансии во најголема мера се должи растот на овие две појави. Сепак, не треба да се брза со донесување на заклучоци и да се смета дека глобализацијата е најдобро нешто што можело да се случи. Високата корелација која постои помеѓу финансиските системи на различните држави, коишто ги формираат глобалниот финансиски систем, освен поволностите во форма на раст и зголемени добивки, ги пренесува и економските шокови, односно врши трансмисија на финансиските кризи од еден во друг систем, зафаќајќи ги глобалните финансии. Од таа причина, денес проблемите со кои се соочува една економија можат со голема брзина да се трансферираат и во другите економии, предизвикувајќи светски кризи.

Кризите ретко ги зафаќаат „здравите“ економии, односно потребна им е определена подлога, составена од системски слабости и ранливи точки⁴⁴. Историјата, пак, покажала дека начинот на којшто финансиските кризи се менаџирани и решавани може длабоко да влијае на постигнатите економски перформанси. Начинот на одговор влијае на должината на кризата, нејзината брзина, начинот на опоравување на економијата, нејзината профитабилност, а со тоа и на долгорочната стапка на раст⁴⁵. Според ова, може да се заклучи дека за да дојде до појава на финансиска криза, потребно е да постои подлога којашто ќе го направи системот ранлив, а додека пак, силата со која финансискиот систем ќе биде погоден од кризата, во голема мера зависи од начинот, брзината и видот на одговорот на новонастанатата состојба.

Почетна точка на оваа елаборација мора да биде регулацијата. Регулацијата, односно дерегулацијата, во голема мера влијаеше на избувнувањето и силината со којашто финансиската криза го погоди светот. Тоа е поради тоа што, истата, во голема мера ја определува сигурноста на системот, преку утврдување на ризикот кој може да биде преземан, а со тоа и

⁴³ Freixas, X. and Rochet, J.C. (2008). Microeconomics of banking, MIT Press, 209

⁴⁴ Roubini, N. Mihm. S. (2010). Crisis Economics, Allen Lane: Penguin Books, 117

⁴⁵ Borio, C. Vale, B. von Peter, G. (2010). Resolving the financial crises: are we heeding the lessons from the Nordics?, Bank for international settlements, BIS working paper No.311, 1

профитабилноста на операциите во коишто можат да бидат вклучени финансиските институции. Еден проблем што се јавува во регулацијата е високата интернационализација на банкарството, што значи дека банката често може да го преместува својот бизнис од една во друга земја. Регулаторите на банките одблиску ги следат домашните активности на банките, но често го немаат потребното знаење, или можност одблиску да ги следат активностите на филијалите на домашните банки во странство, или на филијалите на странските банки дома. Згора на тоа, кога една банка оперира во многу земји, не е секогаш сосема јасно која национална регулаторна власт треба да има примарна одговорност за спречување на преголемо преземање ризици од страна на банката. Тешкотиите на регулирање на интернационалното банкарство беа потенцирани со колапсот на Банката за кредитирање и меѓународна трговија (Bank of Credit and Commerce International). Оваа банка, која оперираше во повеќе од 70 земји, вклучувајќи ги САД и Велика Британија, беше под контрола на Луксембург – мала држава која не е доволно способна за таква задача. Кога се откри голема измама, Банката на Англија ја затвори Банката за кредитирање и меѓународна трговија, а депонентите и акционерите се соочија со големи загуби⁴⁶.

Вториот проблем со кој се соочи регулацијата, односно којшто ја предизвика дерегулацијата, е зголемената конкуренција на финансискиот пазар. Тоа значи дека не само што не беше посветено внимание со коешто би се елиминирал првичниот проблем, туку се отиде во тотално спротивен правец и се отстранија голем дел од постоечките регулативи. Во годините пред избувнувањето на кризата се развија и се умножија разни видови немонетарни финансиски институции – покрај пензиските фондови и инвестиционите трустови, Рибикар, посебно ги наведува т.н. private equity funds (кои вложуваат ризичен капитал во претприемнички фирми во нивните повисоки развојни фази), потоа т.н. sovereign wealth funds (фондови преку кои земјите со високи суфицити во платните биланси вложуваат во хартии од вредност на најголемите светски компании), hedge funds (високо шпекулативни фондови), банки во сенка и др. (Ribnikar 2009, стр.90).

⁴⁶Мишкин, Ф.С. (2010). Пари, банкарство и финансиски пазари, Магор, 291

Тоанајдобро може да се илустрира со состојбите во САД. Имено, структурата на финансискиот систем на САД последниве неколку децении доживеа фундаментални промени, во смисла на драматичен пораст на делови од имот надвор од традиционалниот банкарски систем – во инвестиционите банки, во банките во сенка и сл⁴⁷. Ова драстично го промени конкурентскиот сооднос на пазарот и ги намали приходите на банките кои претходно царуваа и зафаќаа најголем дел од профитниот колач. Во таа изострена конкуренција меѓу банките и небанкарските финансиски институции, за жал, затаи контролата⁴⁸. Имено, банките извршија силен притисок врз регулаторните власти и политичарите со цел отстранување на регулативата којашто ги опфаќаше нив, но не и нивната конкуренција. Банкарското лоби, преку огромни донации за политичките кампањи, успеа да отстрани голем број од регулативите. Со тоа се навлезе во ера на висока дерегулација – процес на елиминирање на регулативите. Деререгулацијата, како термин, честосе меша со ререгулација, што пак, претставува процес на воведување на нови рестрикции или измена на постојаните⁴⁹.

За полесно разбирање на оваа, навидум едноставна појава, ќе се сконцентрираме на дерегулацијата во САД, како една од најважните и највлијателните (од проста причина што станува за збор за најголемата економија). Всушност, дерегулацијата во САД е една од главните причини за избивањето на финансиската криза. Една од поважните дерегулативни мерки во финансискиот систем во САД е укинувањето на Glass-Steagall-овиот закон. Glass-Steagall-овиот закон (името е добиено од предлагачите: конгресменот Carter Glass од Вирџинија и Henry B. Steagall од Алабама), познат уште и како Banking Act of 1933, бил донесен за време на „Големата депресија“, откако специјалната комисија го убедила конгресот дека раздвојувањето на комерцијалното од инвестициското банкарство (член 20 и 32 од Glass Steagall) ќе спречи настанување на уште една финансиска криза, како последица на големиот број пропаднати банки (преку 10,000 во периодот меѓу 1929-1933 година).⁵⁰ Со овој

⁴⁷ Фити, Т. (2009). Феноменологија на економските кризи, Економски факултет – Скопје, 260

⁴⁸ Трпески, Љ. (2009). Банкарство & банкарско работење Прво издание, Скинпоинт, 96

⁴⁹ Koch, T.W. (1988). Bank management, The Dryden Press, 41

⁵⁰ Хефернан, Ш. (2009). Современо Банкарство, Академски печат – Скопје, 270

акт, исто така, биле поставени соодвените ограничувања и во поглед на потенцијални заговори, антиконкурентска пракса, формирање монополи итн. Формалното раздвојување на инвестиционото од комерцијалното банкарство формирало уникатна структура на банкарскиот систем во САД – паралелен банкарски систем. Со актот, функциите на комерцијалните банки во поглед на работењето со хартии од вредност биле ограничени на гарантирање и подмирување на општинскиот долг кон владата. Инвестиционите банки можеле да работат со хартии од вредност и гаранции, но им било забрането да примаат депозити.

Актот директно ја забранил можноста за заговор помеѓу банката и клиентите, кој можел да настане доколку банката под своја контрола ги држела и капиталот на фирмата и гаранциите на своите хартии од вредност. Со ова се рефлектира поврзаноста и влијанието на актот врз моралниот хазард. Добар пример за тоа како Glass-Steagall влијаел на намалување на моралниот хазард, па со тоа и на намалување на ризикот, е работењето на инвестиционите банки. Инвестиционите банки работеле на принцип на партнерство, што значи дека партнерите ги вложуваат своите пари и со нив работат на пазарот. Нормално е да се очекува дека партнерите не би сакале да ги изложат своите средства на прекумерен ризик, па така би работеле со сериозна доза на претпазливост. Во периодот по „Големата депресија“ следува период на раст, којшто траел околу 40 години. Во овој период пазарот бил високо регулиран. Со ова се покажува дека пазарот успеал да забележи пораст и во услови кога бил високо регулиран, со што се отфрла тезата дека регулацијата била најголемата кочница на економскиот развој.

Дерегулацијата, како процес, зема голем замав со доаѓањето на Роналд Реган (Ronald Regan) на позицијата претседател на САД. Администрацијата на Роналд Реган е позната по големите мерки на дерегулација, спроведени во текот на 80-тите години на минатиот век. Реган е познат по тоа што изврши бројни промени во различни сектори. Од областа на економијата, најважна е неговата визија за дерегулирање на „големите“ бизниси, со цел да се тргнат пречките за нивен понатамошен развој. Краен резултат на оваа политика е овозможување на

поризични и по автоматизам, попрофитабилни инвестиции. Реган, исто така, на неколку важни позиции постави поранешни банкари (или лица поврзани со банкарскиот сектор), како на пример Доналд Реган (Donald Regan), кој бил поранешен CEO на Merrill Lynch, а од Роналд Реган беше назначен за Secretary of the Treasury⁵¹ – министер за финансии (1981-1985). Поставувањето на банкари на клучните позиции и тоа како влијаеше на јачината на процесот на дерегулација. Овде е потребно да се спомене и влијанието на голем број на академици и финансиски аналитичари во полза на дерегулацијата, со изјавите дека развојот на процесот за обработка на податоци, информатичката и телекомуникациската индустрија создадоа услови за постигнување економија на обем во финансискиот систем и услови за формирање на уште поголеми финансиски институции. Поголемо, значи побезбедно, а аргументот продолжува и во насока дека поголемо значи поголема диверзификација, иновација, ефикасност и можност за подобра услуга, што би овозможило експанзија и зголемување на економскиот раст, намалување на невработеноста и зголемување на профитабилноста. Постоеја и мислења дека поголемите банки можеби нема по автоматизам да бидат поефикасни, но сепек, тие ќе продолжат да растат како резултат на водечката пазарна позиција којашто ја имаат од една страна и перцепцијата, т.е. позиционирањето коешто го имаат во очите на клиентите дека едноставно се премногу големи за да пропаднат. Така, постепената дерегулација овозможуваше создавање на уште поголеми институции, а поголемите банки имаа уште поголема моќ за лобирање и дерегулирање.⁵²

Последната поголема пречка во овој процес на дерегулација бил актот Glass-Steagall. Покрај тоа што истиот, во голема мера бил ограничен и „нагризан“ (пример инвестиционата банка Merrill Lyinch веќе поседувала две штедилници и влегла во бизнисот на прибирање на депозити) во банкарскиот сектор, бил сметан за ограничувачки закон и интезивно се работело на негово поништување. Во 1999 година, Citicorp и Travelers се спојуваат по претходно објавениот план по кој ја

⁵¹ U.S. Department of the Treasury, (2010), History – Secretaries of the Treasury, Преземано на 29 Ноември 2015, <http://www.treasury.gov/>

⁵² The financial crisis inquiry commission, (2011), The financial crisis inquiry report, - Final report, Official government edition, Washington DC, 54

формираат најголемата финансиска институција во светот, позната како Citigroup, преку која ќе понудат банкарски, осигурителни и инвестициони услуги во повеќе од 100 држави⁵³. Ова спојување директно го крши Glass-Steagall-овиот закон до таа мера, што веќе не е можно истиот да биде заобиколуван, па потребно е негово отстранување. На иницијатива на Лери Самерс (Lawrence Henry "Larry" Summers) - Secretary of the Treasury (1999-2001) и Роберт Рубин (Robert Rubin) – Secretary of the Treasury (1995-1999) и поранешен CEO на Goldman Sachs & Company и со поддршка на претседателот на Банкарскиот комитет Mr Leach и претседателот на Одборот на гувернери на ФЕД – Ален Гринспен, беше донесен Gramm-Leach-Bliley Act, или познат како акт на помилување на Citigroup. Овој акт беше потпишан во ноември 1999 година од страна на претседателот Бил Клинтон. Со падот на Glass-Steagall-овиот закон, широко се отвори вратата за формирање на огромни финансиски институции, кои непречено ќе можат да работат во речиси сите финансиски операции.

Дерегулацијата влијаеше врз првиот фактор потребен за избувнување на финансиска криза, односно го направи системот ранлив. Во услови на регулиран пазар, нестабилностите во еден сегмент од пазарот имаат помали ефекти врз останатите сегменти, со што целината во основа има помали варијации и останува релативно стабилна. Со дерегулацијата, корелацијата помеѓу секторите драстично се зголеми, од проста причина што се формираа големи институции кои во исто време се учесници во повеќе финансиски сектори. Доста добар пример за ова има дадено Џорџ Сорос (George Soros), кој прави компарација помеѓу регулиран и дерегулиран финансиски пазар, со нафтен танкер со прегради коишто ги разделуваат нафтените комори и нафтен танкер без вакви прегради. Преградите во основа служат за да го стабилизираат бродот во услови на пловење по немирни води, т.е. кога нафтата би удирала од еден во друг бродски сид. На тој начин се спречува превртување на самиот брод. Спротивно, доколку имаме брод кој ги нема овие прегради, при пловење по немирни води кинетичката енергија која се создава при удирањето на нафтата на бродските сидови би го

⁵³ Mitchell, M. (1997 April 7), Citicorp and Travelers Plan to Merge in Record \$70 Billion Deal : A New No. 1: Financial Giants Unite, The New York Times, Преземено на 29.11.2015, <http://www.nytimes.com/>

дестабилизирала до таа мера што ќе го преврти. Танкерот со прегради, можеби, поради својата поголема тежина, не би можел да ја постигне брзината на танкерот без прегради при пловење по мирни води, но затоа би бил повеќе стабилен и полесно би поминал во услови на бура. Во примерот, танкерот со прегради е еквивалентен на регулираниот финансиски систем, наспроти танкерот без прегради, којшто ја покажува ситуацијата во услови на дерегулација.

Освен дерегулацијата, дополнителен процес кој е карактеристичен за претходните неколку децении е финансиското инженерство. Како што веќе споменавме, на овој начин беа формирани финансиските деривати, кои своето име го добиле поради тоа што нивната вредност е изведена од вредноста на некои други финансиски инструменти, или договори. Финансиските деривати се сметаа за катализатор на растењето на финансиската индустрија и процесот на реструктурирање на финансиските пазари, а со тоа го претставуваа системскиот процес на промени⁵⁴. Регулацијата на истите, потполно изостана, а обидот за нејзино воведување беше многу бргу спречен. По кризата, на 12 Март 2013 на едно свое излагање на тема „Financial Regulatory Reform: Imperative for Our Future“, во Вудров Вилсон Школата (Woodrow Wilson School), Бруксли Борн (Brooksley Born), главен поборник за регулација на пазарот на деривати, изјави дека финансиската криза можеше да се избегне, а дериватите беа едни од главните виновници за нејзината појава и жештина. Сепак, нејзиниот обид за превентива и регулација во периодот пред кризата беше спречен.

Посебно место во делот на дериватите му припаѓа на процесот на секјуритизација. Во основа, станува збор за тренд во банкарството, каде што стандардните кредити се претвараат во хартии од вредност (финансиски деривати) и се продаваат преку финансиските пазари на осигурителни компании, пензиски фондови, hedge фондови итн.⁵⁵ Со други зборови, станува збор за процес со кој кредитите се претвараат во ликвидни средства, на тој начин што се издаваат хартии од вредност врз основа на претходно одобрени кредити. Тоа се прави така што се обезбедува група на кредити (pool of loans) и врз таа основа

⁵⁴ Koch, T.W. (1988). Bank management, The Dryden Press, 42

⁵⁵ Трпески, Љ. (2009). Банкарство & банкарско работење Прво издание, Скинпоинт, 97

сеиздаваат хартии од вредност, коишто им се продаваат на инвеститорите. Всушност, може да се забележи дека секјуритизацијата претставува посредна продажба пред рокот на достасување, т.е. на одреден начин може да се каже дека кредитите се претвараат во хартии од вредност, коишто потоа пак се продаваат на пазарот. Секјуритизацијата за прв пат се појавила во САД 1970 година, а денес 40% од потрошувачките кредити и 80% од хипотекарните стамбени кредити во САД се опфатени со процесот на секјуритизација.

Во Европа, секјуритизацијата е понова појава и се појавила во 1996 година (спроведена од британската „Нашенел Вестминстер Банка“).⁵⁶ Карактеристично е да се напомене дека со текот на времето тотално е ирелевантно за каков вид на кредит станува збор (кредитна картичка, хипотекарен кредит итн). Секјуритизацијата на хипотекарните кредити беше најзастапена. Одвивањето на процесот се вршеше така што банката (originator) што го одобрила хипотекарниот стамбен кредит го пренесува тој заем на банката во сенка (issuer), која врз основа на овој заем емитира, издава хартија од вредност што се нарекува MBS (mortgage – backed securities) и му ја продава на заинтересиран инвеститор. Од каматата што банката во сенка ја добива од хипотекарниот должник го исплаќа инвеститорот – оној кој ја купил хартијата MBS. Истото се однесува и за отплата на главницата. Понатаму, врз основа на MBS хартијата, се издава нова хартија од вредност што се нарекува CMO (Collateralized Mortgage Obligations). Кај овој тип хартија од вредност се работи за „друго дополнително ниво меѓу крајниот должник и крајниот доверител или штедач“ (Ribnikar 2009, стр.94). Тука постојат повеќе нивоа на отплата – класа А, која прва се отплаќа и носи најмала камата, потоа класа Z која последна се отплаќа и носи најголема камата, до класа R, односно хартија чиј имател го добива она што останало – многу или ништо. Овие класи, сепак, не се подредени по степен на кредитен ризик, туку по степен на приоритет во отплатата. Споменативе хартии од вредност во САД беа секјуритизирани врз основа на стандардите на јавните агенции Fannie Mae и Freddie Mac, кои требаше да го поттикнат пазарот на станови во САД и кои со почетокот на кризата

⁵⁶ Петревски, Г (2008), Управување со банките, Универзитет „Св. Кирил и Методиј“ – Економски Факултет - Скопје

државата мораше да ги спасува. Но, во САД постоја и хипотекарни заеми кои не беа гарантирани од државни институции, со лош бонитет и со висок ризик (т.н. subprime mortgages), какви што беа и хипотекарните заеми одобрувани за купување автомобили, заемите одобрувани на студенти, на иматели на кредитни картички (ABS – asset-backed securities). Во целиот овој спектар иновативни финансиски инструменти може да се вклучат и многу други типови хартии од вредност – т.н. структурирани, какви што беа колатерализираните должнички облигации (CDOs), кои се издаваа врз основа на ABS хартиите од вредност, итн. Кај колатерализираните должнички облигации (CDOs), врз основа на побарувањето на должникот, се издаваат повеќе типови хартии од вредност, овде рангирани според кредитниот ризик⁵⁷.

Доколку ова не изгледа доволно испреплетено, секјуритизацијата доби уште побизарни нивоа на комплексност. Поради тоа што процесот сам по себе беше на мода, започнаа да се комбинираат колатерализираните должнички облигации (CDOs) со други колатерализирани должнички облигации (CDOs), за да се добијат нови хартии од вредност, наречени „CDOsof CDOs“ или CDO². Процесот продолжува дури понатаму и со CDO³ коишто дополнително го усложнуваат истиот и го изложуваат на ризик⁵⁸. Сепак, во самиот процес постои и еден фактор којшто оди во прилог на тоа дека секјуритизацијата и не е толку ризичен процес. Имено, поради тоа што истата се одобрува врз основа на збир на кредити, постои висока диверзификација. Високата диверзификација, практично, ја претставува и основата зошто овие финансиски инструменти биле толку ценети и толку барани во тој период. Пазарот на овие инструменти исто така бил високо ликвиден, а знаеме дека колку поликвидно е едно средство, толку поголема ќе биде и неговата побарувачка, што дополнително ја зголемува побарувачката за овој тип на хартии од вредност⁵⁹. Со цел максимизација на профитите од работењето со овие финансиски инструменти, учесниците во истиот позајмуваа големи финансиски средства, создавајќи голем финансиски левериџ. Овде повторно се

⁵⁷ Фити, Т. (2009), Феноменологија на економските кризи, Економски факултет – Скопје, 261

⁵⁸ Roubini, N. Mihm, S. (2010). Crisis Economics, Allen Lane: Penguin Books, 67

⁵⁹ Мишкин, Ф.С. (2010). Пари, банкарство и финансиски пазари, Магор, 95

истакнува дерегулацијата, од проста причина што во периодот пред 2004 година постоеја определени ограничувања што ги спречуваа банките од преголем левериџ. До 2004 рациото на финансиски левериџ беше поставено на однос 12 спрема 1, а по промената на овие правила, т.е. по дерегулацијата, инвестиционите банки можеа да имаат и многу поголем финансиски левериџ. Така, за секој долар што го заработуваше Lehman Brothers, нивниот левериџ беше нешто над 30 долари, што беше дел од стратегијата на Lehman Brothers за поагресивно однесување во споредба со конкурентите (чиј што левериџ бил околу 20 долари за секој заработен долар) со цел зајакнување на пазарната позиција. Овде е потребно да се напомене фактот дека банките и нивниот долг се во коренот на секоја од 124 системски кризи, коишто се појавија во светот во периодот од 1970 до 2007 година⁶⁰.

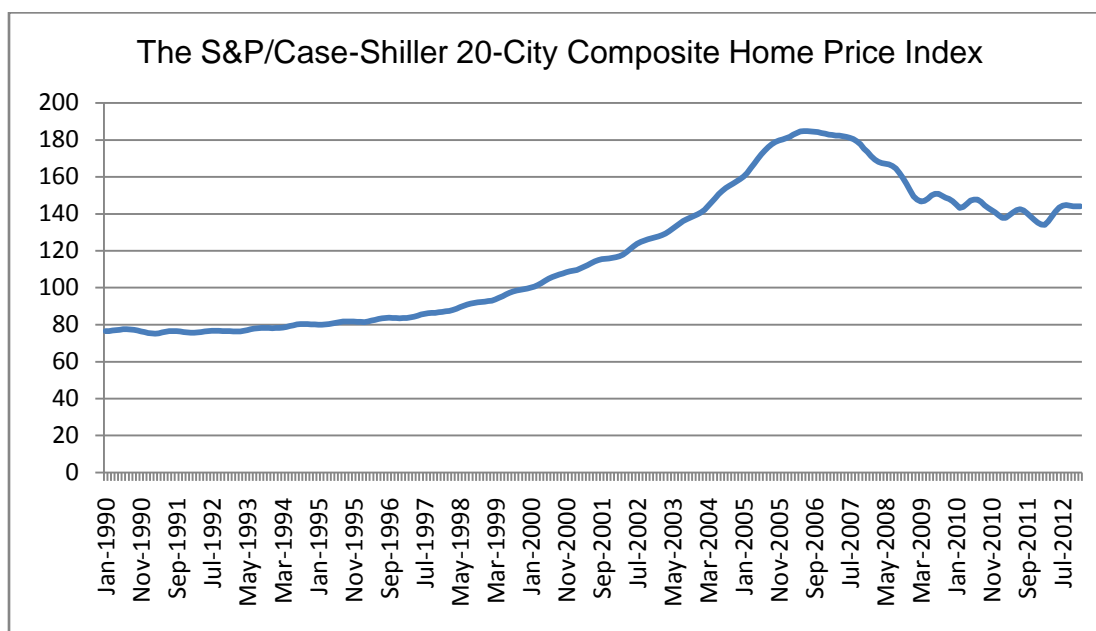


График 1 Пазарен индекс на недвижности во САД
Chart 1 The S&P/Case-Shiller 20-City Composite Home Price Index⁶¹

Основа за секјуритизацијата, воглавно, беа хипотекарните кредити, вклучувајќи ги и веќе споменатите NINJA- кредити. Банките беа подготвени да одобруваат хипотекарни кредити и на ризични комитенти, поради постојаниот раст

⁶⁰ Gorton, G.B. (2012). Misunderstanding financial crises, why we don't see them coming, Oxford University Press, 45

⁶¹ The S&P/Case-Shiller 20-City Composite Home Price Index, Преземено на 25.12.2015, <http://us.spindices.com/>

на цените на недвижнините, пред сè во САД. Имено, цените на недвижнините во САД бележеле константно зголемување во последните 40 години. Она што е интересно е што само во последните десетина години пред избувнувањето на кризата, индексот кој ја покажува цената на имотите (во одредени држави во САД) се зголемил за повеќе од 2.5 пати. Рационално би било да се размисли како е можно имотот да добие двојно поголема вредност за краток временски период и дали со тоа не е формиран финансиски „меур“. Меур е ситуација кога цената на едно средство се разликува од неговата фундаментална пазарна вредност. „Меурите“ најчесто се појавуваат како резултат на појава на определена иновација, или пак, технолошки прогрес. Така беше во 1840-тите во Велика Британија кога се појави железницата, понатаму во 1990-тите и т.н. dot.com „меур“⁶². Ако ја анализираме азиската финансиска криза од 1997 година, која најсилно ги погоди т.н. азиски тигри, ќе се присетиме дека нејзе ѝ претходеа неколку значајни настани кои во голема мера се слични на она што се случуваше пред избувнувањето на финансиската криза од 2007 година:

1. Некритично верување на инвеститорите од Западна Европа, САД, Јапонија и други земји, честопати подгревано од Светската Банка и ММФ, дека станува збор за вонредно здрави, динамични економии, со висока макроекономска стабилност и слично, во кои и тоа како се испака да се инвестира;
2. Економските показатели, исто така, покажуваа дека остварените перформанси се повеќе од добри. Сепак, овде не се обрнуваше внимание дека овие економии имаат слабости, пред сè во сраснатоста на политичките со финансиските елити;
3. Регулаторите, а пред сè, ММФ ги принудуваше владите на овие земји да одат на комплетна дерегулација во финансиската сфера, вклучувајќи брза и целосна либерализација на капитална сметка.

Преку ова се создаде т.н. „ирационален ентузијазам“, односно инвеститорите, импресионирани, инвестираа премногу, потценувајќи го ризикот.

⁶² Roubini, N. Mihm, S. (2010). Crisis Economics, Allen Lane: Penguin Books, 61

Беа вложени огромни суми на капитал во азиските земји, купувајќи акции и обврзници од фирмите, а владите на овие земји им овозможиле на фирмите лесен пристап до кредити од домашните банки, со што нивниот финансиски и производствен потенцијал постојано растеше. Корејските автомобилски фирми, на пример, врз таа основа создадоа капацитет четирипати поголем од нивните потреби. Нивните најголеми фирми имаа долг четирипати поголем од сопствените фондови. Додека инвеститорите да воочат дека фирмите се презадолжени, „меурот“ веќе беше создаден. Падот на цените на хартиите од вредност беше драматичен, а инвеститорите брзаа да го повлечат својот капитал и да спасат што може да се спаси⁶³.

Воочувајќи ги евидентните сличности, со сигурност може да се потврди дека растот на цените на недвижнините и големата испреплетеност на финансискиот свет со хартии од вредност, директно поврзани со недвижнините, води кон создавање на финансиски или т.н. „хипотекарен меур“. Постојат мислења дека економските бумови создаваат посебна клима која им ја отежнува, на оние кои што функционираат во „меурот“, можноста правилно да ги формулираат мерките според кои ќе ја определуваат вредноста на средствата, па според тоа и одржливото ниво на кредитирање. Со ова, всушност, сака да се каже дека е можно финансиските пазари да создадат „меури“, без притоа инвеститорите да се однесуваат ирационално⁶⁴. Но дали тоа беше така?

Своја улога во целиот овој процес имаат и рејтинг агенциите. Мислењето на овие агенции многу често е пресудно за тоа дали определени хартии од вредност ќе бидат сметани како поволни за инвестирање, или пак, неповолни. Тоа значи дека без нив многу лесно финансискиот свет ќе го воочеше создавањето на „меур“ и последиците ќе беа многу помали. Улогата којашто ја имаа рејтинг агенциите во текот на финансиската криза е еднаква на улогата на плејмејкерот во фудбалската екипа. Практично, рејтинг агенциите можеа да ја сопрат „лудоста“ уште на почетокот и со тоа да ја ограничат можноста на банките да се изложуваат себеси, своите доверители, како и инвеститорите на прекумерени ризици. Она

⁶³ Фити, Т. (2009), Феноменологија на економските кризи, Економски факултет – Скопје, 263

⁶⁴ Cooper, G. (2008). The origin of financial crisis, Vintage Books, 45

што недостига овде е фактот дека како и секоја друга приватна организација, така и рејтинг агенциите работат за профит. Основната оперативна активност на овие организации е изработка на рејтинзи, за што примаат средства. Во ситуација кога на страната на клиентот имате банка која располага со огромна сума на пари, навистина е тешко да одбиете да соработувате и да бидете понежни во рангирањето на хартиите од вредност којашто таа ги издава. Грубо кажано, околу 60% од вкупните секјуритизирани хартии од вредност биле рангирани со AAA, додека пак, обично помалку од 1% од вкупните корпоративски обврзници го добиваат истиот рејтинг⁶⁵. Тоа покажува дека рејтинг агенциите многу лесно се вклопија во целиот процес на секјуритизација и наместо да преземат мерки за спречување на „хипотекарниот меур“, тие дополнително го зголемија, доделувајќи висок рејтинг на дериватни хартии од вредност коишто потекнуваат од ризични хипотекарни кредити, верувајќи дека цената на недвижнините ќе продолжи да расте.

Првично, во овој процес не биле вклучени осигурителните компании. Практично, доколку постои некој кој што би требало да го разбере ризикот од целиот овој процес, тоа биле токму осигурителните компании. Сепак, ова не е така, а за тоа може да послужи и изјавата на Јозеф „Џо“ Касано (Joseph J. "Joe" Cassano American Insurance Executive): „*Навистина е тешко да се замисли сценарио во кое бизагубиле барем еден долар од инвестираните средства.*“. Така, во секјуритизацијата влегува и најголемата осигурителна компанија во САД – American International Group (AIG). AIG се вклучи во целиот процес продавајќи го својот финансиски инструмент AIGFP на комитентите и ветувајќи им дека доколку нивните хартии од вредност пропаднат, ќе добијат соодветна оштета. Многу бргу во процесот влегуваат сите осигурителни компании, продавајќи финансиски дериват сличен на AIGFP, односно т.н. CDS - credit default swap. Самото име покажува дека станува збор за вид на своп, којшто би требало дополнително да го намали ризикот на целиот процес. Фактот дека станува збор за нов дериват, значи дека истиот нема да биде регулиран, што создава простор за нерегулирано работење и во областа на осигурувањето. Законот за осигурување вели дека за

⁶⁵ Rajan, R.G. (2010), Fault Lines, Princeton, 50

постоење и реализација на осигурен случај, не е потребно само настап на осигурениот ризик, туку и постоење на причинско-последична врска, како и постоење на штета врз осигуреното лице, настаната како резултат на појава на осигурениот ризик⁶⁶. Сепак, она што важи за осигурувањето, општо не важело и за CDS, па така секој можел да купи ваква хартија од вредност и просто да се „обложи“ против CDS на чие име и гласело обезбедувањето.

Со влегувањето и на осигурителните компании во процесот на секјуритизација, практично на финансискиот пазар во САД се јавува структура од:

- Два финансиски конгломерата – Citigroup, GP Morgan
- Три осигурителни компании – AIG, MBIA, AMBAC
- Три рејтинг агенции – Moody's, Standard & Poor's, Fitch
- Пет инвестициони банки - Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Lehman Brothers, Bear Stearns

Сите овие институции цврсто ги поврзува процесот на секјуритизација. Станува збор за едни од најголемите финансиски институции, на глобално ниво, коишто се заедно впуштени во една од најголемите финансиски операции, кои некогаш биле изведени. Повеќе од јасно е дека појавата и на најмал проблем ќе значи сериозен удар за светскиот финансиски проблем, а проблемот веќе постои во форма на повеќе од евидентниот „хипотекарен меур“.

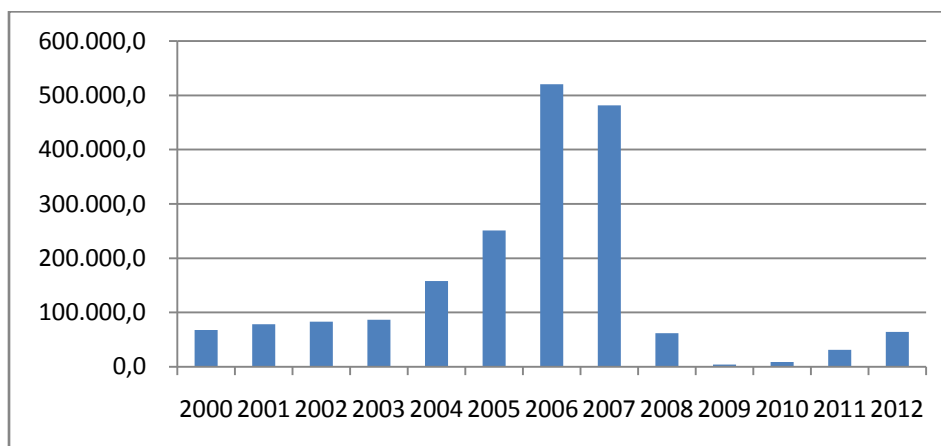


График 2 Пазар на CDOs (во милјарди \$)

⁶⁶ Фотов, Р. (2006), Осигурување, Европски универзитет – Скопје, 60

Chart 2 CDOs market (in billions \$)⁶⁷

Покрај тоа што станува збор за период на висока дерегулација и отстранување на рестрикциите, сепак, се поставува прашањето дали регулаторните власти не ја воочија евидентната концентрација на најголемите финансиски институции во процесот на секјуритизација, притоа користејќи го како обезбедување фактот дека во целиот процес има висока диверзификација, а потполно игнорирајќи дека крајното обезбедување е недвижна за којашто „слепо“ се верува дека во иднина само ќе ја зголеми својата вредност. Њујорк тајмс, уште во септември 1999 година објави прилог во кој се тврди дека Клинтоновата администрација врши притисок врз Fannie Mae и Freddie Mac позначајно да се инволвираат во хипотекарното позајмување, за да им се олесни купувањето станови на семејствата со низок и среден доход, а претходно заради постигнување на истата цел, Бушовата администрација и Конгресот, уште во 1992 година ја „олабавија“ регулацијата на државно-спонзорираните веќе споменати ентитети⁶⁸. Ова покажува дека регулаторните власти не само што не го воочиле создавањето на „меурот“, туку директно под влијание на политичарите, потпомогнале во неговото зголемување. Од своја страна, пак, политичарите, новинарите и регулаторите се потпираат на експерти, односно во овој случај на економистите. Покрај сè, економистите се тие коишто би требало да ги идентификуваат економските показатели и адекватно да ги протолкуваат. Економистите во преткризниот период не само што не зборуваа за можност од појава на криза, туку сметаа дека речиси е невозможно да се појави било каква нестабилност во финансискиот систем на САД – како најголема светска економија⁶⁹. Со ова директно во целиот процес улога зазема и економската елита, а со тоа и целокупниот економски образован систем.

Условите за избувнување на криза се создадени, т.е. концентрацијата на најголемите финансиски институции во процес што не подлежи на никаква регулатива и високиот финансиски леверџ, присутен како резултат на желбата за

⁶⁷ Податоците се од SIFMA, Преземено на 27.12.2015, <http://www.sifma.org/>

⁶⁸ Фити, Т. (2009), Феноменологија на економските кризи, Економски факултет – Скопје, 273

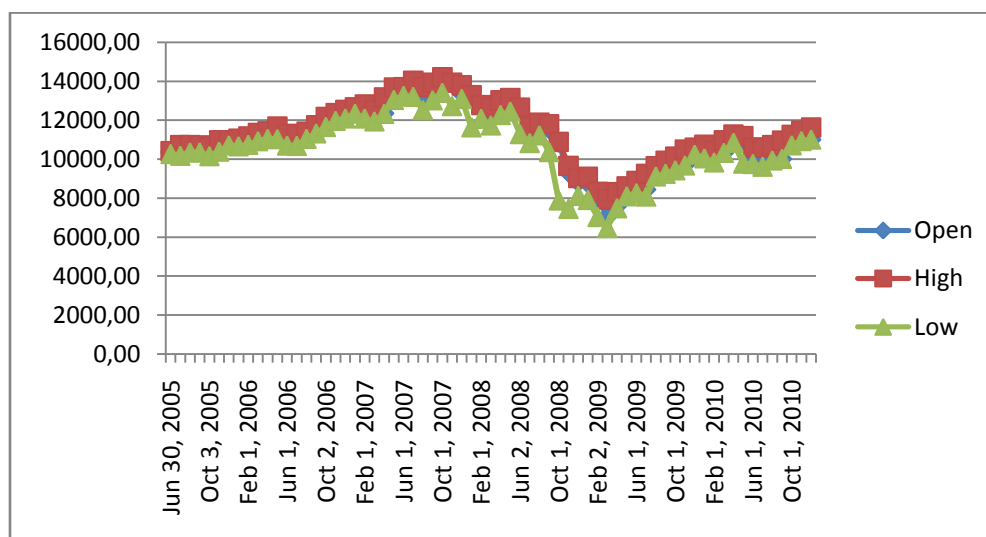
⁶⁹ Gorton, G.B. (2012). *Misunderstanding financial crises, why we don't see them coming*, Oxford University Press, 4

максимизација на приходите, притоа потпирајќи се врз растот на недвижнините како основно обезбедување, го прави глобалниот финансиски систем доста ранлив. Ретроспективно гледано, банките во периодот пред кризата извршија силна експанзија на кредитирањето, при што најчесто се одобруваа хипотекарни кредити што беа обезбедени со имотот за којшто е и наменет кредитот. Со процесот на секјуритизација врз основа на овие кредити беа издадени дериватни финансиски инструменти, коишто беа препродавани на пазарот на инвеститори, со изговор дека станува збор за високо квалитетни хартии од вредност (најчесто со рејтинг AAA). Банкарскиот долг со цел да го подржи експанзивното кредитирање во целиот период, константно растеше. Речиси никој не очекуваше дека е можно да дојде до масовно пропаѓање на голем број на кредитокорисници (кои што во основа се високо ризични и спаѓаат во групата на NINJA-кредити), што би ги ставило банките во ситуација да го активираат обезбедувањето и практично за многу краток временски период да го преполнат својот биланс со недвижнини. Со тоа би се зголемила понудата на недвижнини на пазарот, што пак, според економските закони, би влијаело врз цените на истите, односно би ги намалило. Падот, пак, на цените на недвижнините, директно би се одразило и на цените на финансиските деривати коишто се изведени од хипотекарните инструменти. Со тоа би „прснал меурот“ и би избувнала финансиска криза. Целиот процес е одржлив, сè до оној момент додека поголемиот број на должници успеваат некако да ги отплаќаат високите рати на своите кредити. Моментот кога тие би престанале да плаќаат, го претставува моментот кога е „запрена музиката и танцот престанува“. Токму ова и се случи на финансиските пазари што ја предизвика финансиската криза, што пак, резултираше со најголемата економска криза по „Големата депресија“, а системот којшто до пред само некој месец беше супер профитабилен, почна да бележи огромни загуби.

Пред американската економија да ги добие првите посериозни удари, имавме топење на финансискиот систем на една далеку помала држава - Исланд. Исланд во тоа време имаше население од 320 000 жители, бруто домашен производ од 13 милијарди долари, а банкарските загуби изнесуваа околу 100 милијарди долари. Сè започна во 2000 година, кога во Исланд беше

спроведена дерегулација која овозможи експлоатација на националните ресурси од страна на мултинационалните корпорации, како и приватизација на трите најголеми банки во Исланд. По приватизацијата, банките одобриле кредити во вкупна сума од 120 милијарди долари. Покрај сè, кредитниот рејтинг на Исланд, во февруари 2007 година, непосредно пред почетокот на кризата, бил AAA (највисок можен). Од вкупниот број финансиски ревизори, дури 1/3 работеле за банките.

Покрај фактот што првите знаци за појава на финансиската криза се среќаваат уште во 2007 година, за многу аналитичари таа официјално започнува во 2008 година. Всушност, 2008 година го претставува периодот кога финансискиот систем ги претрпе најголемите и најсериозните удари. Проблемите почнуваат да излегуваат на виделина кога на 16 март 2008 година инвестиционата банка „Bear Stearns“ останува без пари. Истата е купена од страна на JP Morgan Chase по цена од 2\$ по акција со поддршка од федералните резерви во износ од 30 милијарди долари во гаранции⁷⁰. Интересен е податокот дека „Bear Stearns“ имала рејтинг A2 (инвестиционен рејтинг) еден месец пред да биде спасена. На 7 септември, двата големи хипотекарни заемодаватели Fannie Mae и Freddie Mac, коишто се и носители на хипотекарното кредитирање, се национализирани. Рејтингот на овие две агенции е AAA (највисок можен) на денот кога се спасени.



⁷⁰ Andrew Ross Sorkin (Март 17 2008), JP Morgan Pays \$2 a Share for Bear Stearns, The New York Times, Преземено на 29.11.2015, <http://www.nytimes.com/>

График 3Месечен приказ наDow Jones Industrial Average
Chart 3Dow Jones Industrial Average (monthly)⁷¹

Вистинскиот почеток на кризата е означен со колапсот на Lehman Brothers. Информацијата дека една од најголемите инвестициони банки има проблеми е моментот кога јавноста почнува да сфаќа колку е сериозна ситуацијата. Така, на 12 септември 2008 година, Lehman Brothers останува без пари, со што неформално е во банкрот. Таа со себе го повлекува целиот инвестиционен сектор и сериозно го дестабилизира целиот финансиски систем. Во текот на викендот е свикан итен состанок, на кој што се присутни Хенри Полсон (Henry Merritt "Hank" Paulson, Jr - Secretary of the Treasury), како и Тимоти Геитхнер (Timothy Geithner - The president of the Federal Reserve Bank of New York во тоа време, а подоцна во администрацијата на Обама ја извршува функцијата Secretary of the Treasury). Главна цел на состанокот е обидот за спасување на Lehman Brothers. Во истиот период во големи проблеми запаѓа уште една голема инвестициона банка, Merrill Lynch, којашто исто така се наоѓа на работ на банкрот. Договорено е истата да биде преземена од страна на Bank of America⁷². Како единствена заинтересирана страна за преземање на Lehman Brothers, според неофицијални податоци е британската „Barclays“, но сепак, Британската влада бара определени гаранции од владата на САД, која го одбива овој предлог. Како резултат на тоа што во тој момент не е најдено решение за „Lehman Brothers“, одлучено е да не се интервенира, т.е. да се пушти „Lehman Brothers“ да банкротира. Со ова се очекувало дека ќе се испрати сигнал до другите на пазарот дека државата нема да ги спасува и дека би требало сами да се стабилизираат. Со ова сакало да се влијае на споменатата негативност на владината сигурносна мрежа, а тоа е опасноста од појава на морален хазард, што многу лесно би било искористено и од останатите финансиски институции. Ова е една од најкатастрофалните грешки од овој период и отварањето на „пандорината кутија“ во глобалниот финансиски свет. По оваа одлука, на адвокатите на Lehman Brothers им е наредено да прогласат банкрот до 24 часот на 14 септември, со што официјално од 15

⁷¹Податоците се од Yahoo Finance, Преземено на 26.12.2015, <https://finance.yahoo.com/>

⁷² Jonathan Stempel и Elinor Comlay, (15 Септември 2008), Bank of America takeover to end independent Merrill, Reuters, Преземено на 06.06.2013, <http://www.reuters.com/>

септември 2008 година Lehman Brothers престанува со работа. Станува збор за инвестициона банка со голем број на филијали, а дел од овие филијали престанале да работат уште од наредниот ден. Ова значи дека сите трансакции во кои бил вклучен Lehman Brothers биле стопирани, а инвеститорите, коишто имале свои пари во оваа банка, преку ноќ разбрале дека имаат изгубено сè. Рејтингот на Lehman Brothers два дена пред неговиот пад бил A2.

Ништо помали не биле и проблемите со кои се соочиле осигурителните компании. AIG, како најголема осигурителна компанија, учествувала во целиот процес издавајќи финансиски инструмент од типот на CDS (Credit default swap). Намената на CDOs е да служи како еден вид на полиса за обезбедување на оние коишто поседуваат секјуритизирани хартии од вредност. Падот на пазарот на овие хартии од вредност значи и огромни загуби за осигурителната компанија. Така, по падот на Lehman Brothers, AIG за една недела прикажува загуби од 13 милијарди долари, пари што реално ги нема. На 17 септември 2008 година, AIG е преземена од владата на САД. Наредниот ден, Хенри Полсон и Бен Бернаке бараат од конгресот 700 милијарди долари за да го спасат финансискиот систем на САД. Планот поминува во конгресот и се одобри бараните пари за спас на економијата⁷³. По преземањето на AIG од владата, веднаш биле исплатени 61 милијарда долари на сопствениците на CDS. Најголема сума му е исплатена на Goldman Sachs (околу 14 милијарди долари). Овие средства се исплатени во целост, без барање на дисконт. Вкупно спасувањето на AIG, државата ја чинело околу 150 милијарди. *(Интересен е фактот дека Goldman Sachs во исто време учествувал во издавање на CDOs, за коишто на своите инвеститори им велел дека се супер сигурни, а од друга страна купувал CDS, со кои што планирал да заработи по падот на пазарот на CDOs. AIG бил приморан да потпише договор со којшто се откажува од можноста да го тужи Goldman Sachs. Овде само за потсетување треба да се наведе информацијата дека Хенри Полсон (Henry Merritt "Hank" Paulson, Jr) е поранешен CEO на Goldman Sachs.)* Бројот на

⁷³ David M. Herszenhorn, (3 Октомври 2008), Bailout Plan Wins Approval; Democrats Vow Tighter Rules, The New York Times, Преземано на 29.11.2015, <http://www.nytimes.com/>

пропаднати хипотекарни кредити во САД до почетокот на 2010 година изнесува 6 милиони.

Кога зборувавме за финансиската криза, беа споменати два фактора кои директно влијаат на нејзиното создавање и на нејзиниот интензитет. Првиот фактор беше создавањето на услови преку уништување на „имунолошкиот систем“ – регулативата, т.е. создавање на ранлив финансиски систем. Од друга страна, врз јачината на финансиската криза, покрај останатите фактори, директно влијаеше и одговорот којшто го имаа регулаторните власти. Администрацијата на претседателот Џорџ Буш (George Walker Bush, Jr.) ситуацијата не ја сфати сериозно, па ја пропушти приликата да интервенира превентивно уште на самиот почеток и со тоа да ги намали последиците од неминовната финансиска криза. На почетокот на 2007 година, кога се појавија и првите знаци на формираниот „хипотекарен меур“, односно кризата во пазарот на хипотекарни заеми, во САД се гледаше на хоризонтот, првичната реакција беше неверување и демант. Во март, Претседателот на ФЕД Бед Бернанке (Ben Bernanke Federal Reserve Chairman) самоуверено изјави пред Конгресот: „Во овој момент, сметам дека влијанието на проблемите на пазарот на хипотекарни заеми врз глобалната економија и финансиски пазари со голема сигурност ќе бидат ограничени“⁷⁴. Во тој период на позицијата Secretary of the Treasury Хенри Полсон (Henry Merritt "Hank" Paulson, Jr) поранешен CEO на Goldman Sachs. На 9 февруари 2008 година, во Токио на собирот на G7 Полсон ја дал следнава изјава: „ *Ќе продолжиме да растеме! Очигледно е дека ако велиш дека ќе продолжиш да растеш, дека не си во рецесија.*“

Според статистичките податоци, рецесијата била почната четири месеци пред изјавата на Полсон. Овде мора да се спомене и одлуката да се пушти „Lehman Brothers“ да пропадне, со цел да се научат останатите учесници да покажат поголема дисциплина. Лекцијата за правилно и одговорно водење на финансиското работење доаѓа многу доцна и делува како „сол на рана“. Своја улога имаше и Меѓународниот монетарен фонд (IMF). Во периодот на

⁷⁴ Roubini, N. Mihm, S. (2010). Crisis Economics, Allen Lane: Penguin Books, 15

избувнување на кризата ММФ беше во релативно лоша состојба, па така нивото на расположливи ресурси беше на историски најниско ниво. ММФ, исто така, се соочуваше со големо редуцирање на бројот на вработени, што беше мотивирано од намалената побарувачка за нивните кредити. Падот на побарувачката беше поттикнат од општото мислење дека глобалната економија е прилично здрава и не постои можност за појава на нестабилност⁷⁵. Ова покажува дека ММФ кризата ја дочека тотално неподготвен, што резултираше со бавна и релативно слаба реакција.

Неспремноста на политичката фела правилно да се однесува во услови на криза е донекаде разбирливо. Тие не се експерти за економија, а впрочем и не можат да бидат експерти за секоја област од своето работење. Но, тоа не важи и за регулаторите. Нивната основна задача е токму потребата да внимаваат на стабилноста на системот и да ги превинираат кризите, но и правилно да дејствуваат во случај кога ќе се појави нестабилност. Појавата на грешки овде многу лесно може да резултира со дополнително разгорување на кризата, што беше случај и во скорешната финансиска криза⁷⁶.

Последиците од настанатата криза беа катастрофални. Финансиската криза бргу се прошири низ испреплетениот финансиски систем во САД и полека се пренесе во реалниот сектор, но и во странските економии. Во декември 2008 година, General Motors и Chrysler објавуваат дека се пред банкрот. Општиот пад на побарувачката резултира со намалено производство и отпуштање на работниците. Само во Кина 10 милиони луѓе остануваат без работа. Сингапур од земја со годишна стапка на раст на БДП од 20%, забележа квартал со пад од 9%, пропратен со намалување на извозот за 30%. Ова е јасен знак дека она што започна како финансиска криза, полека но сигурно се трансформира во економска криза.

Обидот за лоцирање на вината и посочување на главните виновници за настанувањето на финансиската криза не навраќа назад на нејзиниот почеток,

⁷⁵ Independent Evaluation Office of the International Monetary Fund, (2014), IMF Response to the Financial and Economic Crisis, 3

⁷⁶ Cooper, G. (2008). The origin of financial crisis, Vintage books, 3-4

односно моментот кога таа ескалираше и беше невозможно да се негира. Според бројни експерти, кризата започна со падот на една од најголемите инвестициони банки, Lehman Brothers. Според тоа, потребно е елаборацијата да ја започнеме со главните луѓе на Lehman Brothers. Така, неофицијално, првите пет луѓе на Lehman Brothers во периодот од 2000 до 2007 година заработиле нешто повеќе од 1 милијарда долари. Од друга страна, според официјалните податоци од Businessweek, само Ричард Флуд (Richard S. Fuld, Jr.) CEO на Lehman Brothers заработил околу 500 милиони долари⁷⁷. Друга голема фирма, што длабоко беше навлезена во процесот на одобрување на хипотекарни заеми, е Countrywide. Во тој период на позицијата CEO во Countrywide бил Angelo Mozilo. Angelo Mozilo е еден од коосновачите на Countrywide, а во периодот од 2003-2008 година успеал да заработи околу 470 милиони долари, од кои 120 милиони со продажбата на својот дел од акциите 12 месеци пред фирмата официјално да падне⁷⁸. Angelo Mozilo се наоѓа на листата „25 People to Blame for the Financial Crisis“ на познатиот магазин „Time“. Во овој дел имаме уште една инвестициона банка Merrill Lynch, којашто беше спасена истиот викенд кога беше донесена одлуката за падот на Lehman Brothers. Стенли О’Нил (Stanley O’Neal) кој што бил на позиција CEO во Merrill Lynch, во периодот од 2006-2007 година неофицијално заработил околу 90 милиони долари. Она што е најинтересно е што во периодот кога Merrill Lynch западнал во сериозни проблеми, управниот одбор му дозволил Стенли да поднесе оставка, притоа исплатувајќи му еден од најголемите (по износ) „Golden parachute“ (еден вид на отпремнина), во износ од 161,5 милиони долари⁷⁹. Станува збор за човек којшто претходно бил силно репектиран на Wall Street и во инвестиционата јавност. На крајот, тој успева да ја доведе до работ на бездна својата компанија. Интересна ситуација постои и во еден од најголемите губитници во секторот за осигурување, AIG. Имено, во март 2008 година AIG ги доживеал своите најтешки загуби. Така, само департманот за финансиски производи загубил некаде околу 1 милијарда долари. Во тој период, на чело на овој оддел бил Joseph

⁷⁷ James Sterngold, (29 Април 2010), How Much Did Lehman CEO Dick Fuld Really Make?, Bloomberg Businessweek Magazine, Преземено на 29.11.2015, <http://www.businessweek.com/>

⁷⁸ Истите бројки се објавени во документарниот филм посветен на кризата под наслов „The Inside Job“

⁷⁹ Time Magazine, Time Lists, Biggest Golden Parachutes, Преземено на 29.11.2015, <http://www.time.com/>

Cassano. Станува збор за човек којшто во своите излагања пред кризата велеше дека целата операција е толку безбедна, што и не гледа начин на кој што загубиле барем еден долар од инвестираните средства. По завршувањето на работниот однос, тој бил задржан како консултант, со плата од 1 милион долари месечно.

Она што значи добивка за едната страна, најчесто значи загуба за некоја друга страна. Така беше и во случајот со финансиската криза. Многу луѓе излегоа од овој период побогати за неколку стотици милиони долари, но многу ги загубија и оние неколку илјади кои што ги имаа заштедено. Покрај парите, многу луѓе останаа и без својата работа, своите домови, а некои и без своите животи во буквална смисла. Кога би правеле листа на сите оние коишто беа оштетени во овој период, навистина би требало да се потроши многу време на нејзино составување. Со цел да се даде краток осврт на оние кои што загубија овде, ќе направиме една мала класификација со која што ќе бидат опфатени дел од овие луѓе.

- Инвеститори - Оваа група навистина го претрпе најжестокиот првичен удар од финансиската криза. Притоа, овде не се мисли само на малите инвеститори, туку и на некои големи институционални инвеститори, како на пример, пензиски фондови итн. Голем дел од малите играчи на пазарот, коишто сакаа да играат на сигурно, беа приморани да гледаат сценарио во кое преку ноќ ги губат целите свои заштеди. Инвестирајќи во супер сигурни хартии од вредност со рејтинг AAA, некои пензиски фондови претрпеа сериозни загуби, што беше причина многу луѓе да се решат да посегнат и по сопствениот живот, не гледајќи излез од новонастанатата ситуација.
- Акционери - Со пропаѓањето на фирмите, многу загубија и акционерите. Некои од нив беа и долгогодишни сопственици на овие фирми и се надеваа дека ќе успеат да им остават нешто на своите наследници. Она што е најболно за оваа група на луѓе е тоа што беа буквално оставени да паднат во заседа. Додека луѓето од управниот одбор тајно ги продаваа своите акции, свесно знаејќи за бурата којашто претстои, овие

луѓе не можеа да насетат ни во своите најлоши прогнози дека акцијата на институција со рејтинг AAA преку ноќ ќе го допре дното на берзата.

- Обичниот граѓанин - Она што отсекогаш било правило број еден во ситуација на криза се појавува и во овој случај. Просечниот граѓанин е оној кој секогаш ја плаќа највисоката цена за општествените загуби. Овие луѓе се најранливи, од едноставна причина што е доста лесно да бидат погодени од неповолните економски услови, од повеќе можни страни. Така, дел од обичните луѓе загубија голем дел од средствата кои што им беа вложени во пензиските фондови. На тој начин голем дел од нив останаа со празни раце, во периодот од животот кога реално не се способни да работат. Голем дел од луѓето, пак, останаа на улица, како резултат на затварањето на фирмите. Затварањето, пак, се должеше на реалното намалување на побарувачката во реалниот сектор, или пак, на сериозните финансиски загуби, како резултат на падот на вредноста на финансисите инструменти во финансискиот сектор. Голем дел од луѓето останаа без своите домови. Податокот дека над 6 милиони ненаплатени хипотекарни кредити биле регистрирани во САД до 2010 година, говори дека над 6 милиони фамилии останаа без своите домови, што им биле одземени поради неисплатените обврски. Не страдаа само луѓето во САД, туку општо во целиот свет. Оние што живеаа во помалите и неразвиени економии, како на пример, во Република Македонија, беа ставени во уште полоша ситуација. Фактот што во овие економии, ситуацијата и пред кризата беше лоша, е доволен да покаже како тоа кризата влијаеше на уништување на овие луѓе на психолошки план. Во многу држави беа донесени рестриктивни владини политики, со цел преку штедење да се справат со новонастанатата ситуација. Ова, секако дека уште посилно влијаеше на влошување на животот на обичните луѓе. Слободно може да кажеме дека финансиската криза, којашто премина во економска криза, гледана од перспектива на обичниот граѓанин не се разликуваше многу од една Светска Војна. Разликата е во тоа што во ситуација на војна жртвите од истата можат

многу лесно да бидат препишани на воените активности што се одвивале. Во ситуација на економска криза, иако жртвите како појава се реални, сепак многу е потешко да се каже со сигурност дека се како резултат на кризата. Така, имаме ситуации кога луѓето си ги одземаат животите како резултат на депресија, или други психолошки проблеми. Имаме ситуации кога луѓето веќе психички нестабилни, посегнуваат и по животите на своите најблиски, своите соседи, или пак, други коишто не ги познаваат.

5.1 Моралниот хазард како една од причините за глобалната финансиска криза од 2007-2008 година

Финансиската криза беше причина многумина да се запрашаат зошто рејтинг агенциите и регулаторните власти никогаш не ја видоа опасноста? Банките држеа преголема количина на средства од тип којшто несомнено еден ден ќе претставуваше проблем. Дали никој не ја виде опасноста? Идејата дека никој не ја почувствува можноста од криза во светски рамки е проширена до тој степен, па многу од најдобро продаваните книги тоа го популаризираа и воедно популаризираа мал број на фондови и ги етикираа како генијалци тие коишто кризата ја воочија, кога речиси никој друг не можеше. Всушност, кризата беше видена од многу, но она што никој не го виде е нејзината големина. Речиси никој не можеше да претпостави дека ќе станува збор за светска банкарска системска криза, што сериозно ќе го наруши финансискиот систем и ќе предизвика глобална економска криза⁸⁰. Тоа значи дека во целиот процес, дел од учесниците, свесно или несвесно, презеле ризични операции(кои во нормални услови би ги избегнале), знаејќи дека регулаторните власти не би дозволиле да пропаднат поради нивната големина („too big to fail“), како и поради постоењето на владина безбедносна мрежа на обезбедување на депозитите, односно фактот дека ризикот од евентуален неуспех ќе го претрпи друга страна.

⁸⁰ Gorton, G.B. (2012). Misunderstanding financial crises, why we don't see them coming, Oxford University Press, 3

Клучот за најлесно објаснување на ова лежи токму во моралниот хазард. Теоретски, проблемот на морален хазард би требало многу лесно да биде спречен, но во практиката зборуваме за неизлечлива болест на современиот финансиски свет. Зошто моралниот хазард претставува нерешлива енигма за современите финансии? Одговорот лежи во она што економистите го нарекуваат агент-принципал проблем (за што веќе зборувавме). Во големите компании, денес, најчесто имаме поделба на сопственоста и управувањето. Принципалите ангажираат други луѓе - агенти коишто ја вршат менаџерската функција и кои треба да ги извршуваат нивните желби и да се однесуваат најдобро во корист на нивните интереси. За несреќа, речиси секогаш, агентите се директно инволвирани во сите активности и знаат повеќе од принципалите и многу често повеќе се грижат за своите интереси, што може да доведе до појава на деструктивни ефекти⁸¹.

Како основна причина за избувнување на кризата многумина ја посочуваат дерегулацијата. Сосема е точно дека дерегулацијата „кумуваше“ на она што се случи, но во основа истата претставуваше само основа за избувнување на кризата, односно истата создаде услови за водење на ризични бизниси, коишто порано или подоцна ќе направеа штета од поголем или помал размер. Деререгулацијата беше спроведена под силен притисок и лобирање на банките врз регулаторните власти и пред сè , политичкиот фактор. Кога се зборува за лобирање, потребно е да се каже дека самиот збор, на некој начин, е синоним на терминот корупција, од проста причина што зборуваме за ситуација кога лоби групите исплаќаат големи суми на пари за спонзорирање на политичките кампањи, а за возврат очекуваат политичарите да им бидат наклонети и да ја приспособуваат регулативата според нивните потреби. Политичарите од друга страна, желни за власт и гласови ги исполнија потребите на банкарскиот сектор, иако беа свесни дека можеби со тоа внесуваат поголем ризик во финансиското работење, што еден ден би можело да им наштети на нивните гласачи, во чија корист тие треба најодговорно и најдобро што можат да работат. Дали ова претставува морален хазард? Би било тешко со сигурност да се тврди, поради

⁸¹ Roubini, N. Mihm, S. (2010). Crisis economics, Allen Lane: Penguin Books, 68-69

големиот број на други фактори кои што влијаат на процесот, но дека ова многу не потсетува на дефиницијата за морален хазард, е повеќе од јасно. Во ниту еден момент при донесувањето на дерегулативните мерки не беше споменат моралниот хазард и опасностите коишто произлегуваат од него.

Банкарското работење, исто така, во голема мера, се поврзува со моралниот хазард. Во услови на високо дерегулиран систем, менаџментот на банката разви широка палета на финансиски инструменти, притоа впуштајќи се во операции коишто беа поризични од она што би требало една банка да го преземе. Преку процесот на секјуритизација, т.е. препакување на овие заеми, банките беа во состојба да приберат дополнителни средства, коишто веднаш беа реинвестирани. Банкарскиот долг постојано растеше и притоа речиси заслепени од остварените профити, банкарите, но и регулаторите, а и поголемиот број од аналитичари, финансиски експерти и пазарни гуруа, сметаа дека речиси е невозможно да дојде до пад на пазарот. Некои од нив кризата не можеа да ја воочат и кога веќе беше започната. Можеби најнеславна е изјавата на Доналд Лускин (Donald Luskin), пазарен гуру и финансиски аналитичар, кој што на 14 Септември 2008 година во Вашингтон Пост изјави: „Постојат проблематични точки во економијата, како што е национализацијата на Fannie Mae и Freddie Mac, како и проблемите на Lehman Brothers. Стапката на невработеност, исто така, оди нагоре, но ништо од ова не е причина за депресија или депресивни компарации. Секој којшто вели дека сме во рецесија или се движеме кон една, посебно тој што прави компарации со Големата депресија, си прави своја лична дефиниција за кризата⁸².“ Наредниот ден, Lehman Brothers падна и кризата веќе и официјално започна. Ова покажува дека за многумина проблемот беше невидлив и кога веќе беше повеќе од присутен. Кога го дефиниравме моралниот хазард, споменаваме дека станува збор за појава којашто е многу лесно да биде дефинирана во теоријата, но многу тешко се докажува во практиката. Како што беше споменато, проблемот лежи во теоријата агент-принципал. Агентите, а во нашиот случај менаџерите на големите банки, беа оние кои ја злоупотребија својата позиција и

⁸² Donald Luskin, Quit Doling Out That Bad-Economy Line, Преземено на 01.12.2015, <http://www.washingtonpost.com/>

преземаа ризик поголем од она што реално можеа да го поднесат, од проста причина што сметаа дека едноставно се преголеми да пропаднат, дека постои сигурносна мрежа која ќе прифати дел од загубите, но и дека во најлош случај, акционерите и депонентите се тие кои што ќе загубат. Доколку ризикот не се појавеше, зад нивното име ќе одеше успехот, т.е. огромните приходи што ќе беа стекнати и успехот ќе беше само нивен.

Многу економисти и аналитичари во своите дела, во текот на кризата и по неа, го посочија проблемот на морален хазард како еден од главните причинители на финансиската криза. Во основа, многу од нив посочија дека моралниот хазард беше причината поради која банкарите преземаа ризик поголем од она што требаше и со тоа го изложија финансискиот систем на ризик, кој подоцна го предизвика и неговиот пад и општо падот на целокупната економија. Дали некогаш ќе може со сигурност да се докаже ова? Дефинирајќи го моралниот хазард и имајќи ги во предвид сите критични моменти во текот на финансиската криза, што теоретски можат да послужат и како школски примери за моралниот хазард, лесно е да го посочиме, истиот, за главен виновник. Сепак, крајниот суд треба да го донесе правниот систем, кој доколку оцени дека вината лежи, пред сè, во менаџментот, истиот, би требало правно да го санкционира. Овде е потребно да се спомене изјавата на Чарлс Фергусон, творец на документарецот „Inside Job“, посветен на финансиската криза: „Три години по страшната криза предизвикана од финансиски измами, ниту еден банкар не е во затвор, и тоа е катастрофа“, како и изјавата на Кристен Лагард (Christine Lagarde - Managing Director (MD) of the International Monetary Fund (IMF) since 5 July 2011): „Треба на одговорност да се повикаат и банкарите, не само банките. Повикувањето на поединци на одговорност поради несовесно работење, би било важен сегмент на процесот на подигнување на етичките стандарди“. Со ова се потврдува фактот дека речиси сите ја знаеме вистинската причина зад финансиската криза, односно сите сме свесни дека токму моралниот хазард стои зад најголемата криза по „Големата депресија“, а фактот дека истиот е тешко правно да се докаже, е причината зошто виновниците не беа казнети.

5.2 Како можеше да се избегне финансиската криза од 2007-2008 година преку справување со моралниот хазард

Фактот дека моралниот хазард е еден од главните причинители за избувнувањето на финансиската криза, неминовно нè насочува кон констатацијата дека правилното справување со овој проблем можеше да резултира со избегнување на финансиската криза.

Дали финансиската криза навистина можеше да биде спречена? Тоа е главното прашање. Одговорот е дека кризата можеше да биде избегната, а истата беше предизвикана од драматичен пад на корпоративното управување и менаџментот на ризик, на многу важни финансиски институции. Комбинација на прекумерено задолжување, ризични инвестиции и недостаток на транспарентност го насочија финансискиот систем на пат кон негов пад. Во директна позадина на ова може да се идентификува моралниот хазард. За правилно справување со овој проблем беше потребно да се преземат неколку мерки и да се научат неколку лекции:

- Високо развиените држави, како и големите компании, постигнатиот успех го имаат стекнато со трплива и напорна работа, во текот на еден подолг временски период. Растот и развојот не можат да бидат стекнати преку ноќ. Профитабилноста и ризикот одат рака под рака, што значи дека преземањето на мерки за забрзување на растот и зголемување на профитабилноста создаваат средина што е и поризична, а моралниот хазард, како болест на современите компании, ќе се појави секогаш кога за тоа ќе има прилика. Во своето дело „The origin of financial crisis“ на Џорџ Купер (George Cooper) во кое што зборува за основните причинители за избувнување на финансиски кризи, се наведува дека главните потешкотии со коишто се соочува економијата во периодот на кризата, потекнуваат од рапидното зголемување и охрабрувањето на ФЕД преку политика на ултра-евтини пари да го стимулира кредитирањето и да го забрза економскиот

раст (констатација и на угледниот „Financial Times“ за основната порака на книгата). Тоа значи дека за спречување на кризата требаше да бидат преземени мерки во однос на почитување на одредени основни економски принципи, поврзани со ризикот и менаџментот на ризикот.

- Влијанието на големите корпорации, т.е. менаџментот на овие корпорации врз владините одлуки, односно врз политичарите, имаше посебно место во создавањето на условите за избувнување на кризата. Со процесот на дерегулација, како и евидентниот притисок пазарот на финансиски деривати, воопшто и да не биде подложен на регулатива, се покажа уште еднаш дека политичарите не секогаш го прават најдобриот избор за економијата, а поставувањето на поранешни банкири на регулаторни позиции може да допринесе менување на регулативата во провизорни правила што им одговараат на банките и кои сами по себе немаат поголемо влијание врз работењето на истите.
- Владините механизми, како што е сигурносната мрежа, односно обезбедувањето на депозитите, директно влијае врз моралниот хазард. Правилното имплементирање на овие мерки и поставувањето на ограничувања во поглед на загубите, како и правила за обештетување на депонентите, можеше да влијае врз контролата на банките од страна на нејзините депоненти, што ќе резултира и со намалување на можноста од појава на морален хазард. Како што изјави американскиот инвеститор и бизнисмен Џим Роџерс (Jim Rogers) „Федералните резерви не беа создадени за да ја спасат Bear Stearns или некој друг хеџ фонд, туку за да ја одржат стабилната валута и да ја одржат нејзината вредност“. Тоа покажува дека имплементираните мерки треба да бидат во насока на основната цел, а не да бидат извор за несигурност, т.е. на морален хазард.
- Ограничувањето на финансискиот леверџ, и тоа како, можеше да влијае на финансиската криза. Како што беше споменато, во периодот до 2004 година постоеше регулатива која го ограничуваше леверџот до однос 12 спрема 1. Во периодот по 2004 година оваа рестрикција беше отстранета, па така Lehman Brothers во 2007 година имаше сооднос средства /

акционерски капитал = 31 /1. Ова му овозможи на Lehman Brothers да бележи рекордни профити во периодот 2005-2007, што е во согласност со основните карактеристики на висок левериџ, да во услови на просперитет се заработува многу, но во ситуација на нестабилност истата се мултиплицира и може многу лесно да резултира со пропаѓање на компанијата, што всушност и се случи во 2008 година. Присуството на моралниот хазард и овде е повеќе од евидентно. Менаџментот е повеќе од свесен за ризикот којшто го носи високиот финансиски левериџ, но сепак, знаејќи дека истиот му овозможува остварување на огромни профити во услови на просперитет, а притоа ризикот од несакани последици е префрлен врз останатите страни, многу лесно се одлучува за дополнително задолжување.

- Регулација на пазарот на финансиските деривати ќе ја спречеше можноста од злоупотреба на овие финансиски инструменти, што директно ќе го намалеше моралниот хазард, т.е. можноста од злоупотреба на истите од страна на менаџерите, а со тоа и ќе се спречеше финансиската криза. Овде е потребно повторно да се истакне тврдењето на Бруксли Борн (Brooksley Born), дека кризата можеше да биде избегната доколку се спречеше злоупотребата на овие финансиски инструменти, како и нејзиниот обид за регулација на овој пазар во периодот кога била на позиција Претседател на CFIC (Commodity Futures Trading Commission).
- Зголемување на транспарентноста затаи и беше една од главните причини за избувнувањето на финансиската криза. Моралниот хазард, како проблем, произлегува од постоењето на асиметрични информации, што пак, се карактеристични за средини каде што имаме асиметрични информации. Поставувањето на правилна регулатива и мониторинг на информациите што беа пласирани од фирмите ќе влијаеше на зголемување на транспарентноста, што пак, директно ќе влијаеше врз основата на финансиската криза и ќе доведеше до нејзино спречување.
- Подобрување на корпоративната контрола и воведувањето на мерки и ограничувања во рамки на истата, што ќе го намалеа присуството на

проблемот агент-принципал, директно ќе влијаеше на менаџерските одлуки, а со тоа и на можноста кризата да биде избегната. Присуството на агент-принципал директно беше евидентно во поголемите финансиски институции, што на крајот резултираше со пад на истите и колапс на финансискиот систем.

- Образовниот систем, исто така, учествуваше во финансиската криза, а овде се мисли, пред сè, на елитните економски научни центри. Нивното неангажирање и неспособност да допринесат во формирањето на основните постулати на функционирање на финансискиот систем, сериозно придонесе за зголемување на ризичноста на истиот. Економската наука на некој начин затаи и при избувнувањето на кризата, а евидентни се примерите кога познати економисти беа буквално купувани за пари. Така, Фредерик Мишкин (Frederic S. Mishkin) – професор на универзитетот Колумбија и член на Бордот на директори на ФЕД (2006-2008), напишал (коавтор) студија за финансискиот систем во Исланд, на тема „Financial stability in Iceland“⁸³, во којашто зборува со пофални зборови за финансискиот систем на Исланд. За ова, нормално, бил хонорарно платен. Треба да се напомене дека Мишкин во текот на својот живот неколку пати пишува за моралниот хазард, последиците, како и начините за справување со оваа појава, а неговите дела неколку пати беа цитирани при изработката на овој труд. Сепак, она за што имал теоретско познавање не значело дека не би можел да го прекрши во практика. По избувнувањето на кризата, промени претпрел насловот на делото на Мишкин за финансискиот систем во Исланд, со тоа што зборот стабилен бил променет со зборот нестабилен. Мартин Филдстеин (Martin Feldstein), професор на Хардвард и еден од најистакнатите светски економисти, исто така учествува во креирањето на финансиската криза. Тој бил главен економски советник во администрацијата на претседателот Реган и еден од главните креатори на дерегулацијата. Во периодот од 1988 година до 2009 година, тој е член на

⁸³ Делото (Financial stability in Iceland) може да се погледне на следниот линк
<http://www.vi.is/files/555877819Financial%20Stability%20in%20Iceland%20Screen%20Version.pdf>

бордот на директори на AIG од каде што заработил милиони долари. Глен Хубарт (Glenn Hubbard), декан на Колумбија Бизнис Школата, има примено пари за да сведочи во корист на лица обвинети за измама со обврзници⁸⁴. Лери Самарс (Lawrence H. Summers), угледен професор и економист и вршител на бројни државни функции, не штедел зборови за напад на приврзаниците на тезата којашто го поврзува моралниот хазард, како главна причина за финансиската криза. Тој изјавил дека приврзаниците на моралниот хазард се премногу радикални (moral hazard fundamentalism – употребата на зборот фундаментализам е во тотално негативна конотација), што доведува до креирање на нова состојба, што сама по себе е поопасна и од моралниот хазард. Лесно е да се заклучи дека правилното и одговорно ангажирање на економските научни работници во насока на создавање на стабилен финансиски систем, што би бил во голема мера ослободен од присуството на моралниот хазард, можеше да влијае на спречување на финансиската криза. Создавањето на кризата, од друга страна, е мотив плус за подлабоко проучување на овој проблем, со цел негово подобро проучување и имплементирање на мерки за борба против истиот.

Имплементирањето на наведените мерки, директно или индиректно, ќе влијае врз можноста за појава на морален хазард, а тоа пак, директно ќе резултираше со различни менаџерски и инвестициски одлуки, што сами по себе ќе резултираа со избегнување на финансиската криза.

⁸⁴Интервјуто со Glenn Hubbard може да се погледне во документарниот филм „Inside Job“

6.Студија на случај: Моралниот хазард и Lehman Brothers („too big to fail“)

„Last month we had a group of economics and banking professors at the Corporation for lunch and during the discussion they were adamant in their position that „big banks never close“. By their definition, anything over \$10 million in deposits would be beyond the small category“.

Irvine Sprague

Former Chairman of the Federal Deposit Insurance Corporation, 1986

Моралниот хазард и теоријата „преголеми за да пропаднат“ смета дека поради заштитата што произлегува од обезбедувањето на депозитите и имплицитното ветување дека поради големината на банката истата ќе биде спасена во случај на негативна ситуација. Поради тоа, банката презема ризик, поголем од она што таа нормално би презела. Тој додатен ризик се смета дека го прави финансискиот систем повеќе ранлив во кризна ситуација⁸⁵. Со други зборови, големите финансиски институции и нивното влијание врз глобалниот финансиски систем е преголемо и проблемите, коишто тие ги имаат, многу лесно се префрлаат и се трансформираат во глобални финансиски проблеми. Проблемот при соочувањето со т.н. „too big to fail“ финансиски институции не е нов во финансиското работење, но сериозноста на светската финансиска и економска криза истиот го истакна како никогаш порано, заедно со обемот на мерки преземени од страна на официјалниот сектор за да се спречат пропаѓањето на големите и комплексни финансиски институции⁸⁶. Постојењето на „too big to fail“ институции на виделина го истакнува т.н. TBTF проблем, прикажан преку три предизвика, што истиот ги носи:

⁸⁵ Gorton, G.B. (2012). Misunderstanding Financial Crises: Why we don't see them coming, Oxford University Press, 134

⁸⁶ Goldstein, M. Veron, N. (2011). Too big to fail: the transatlantic debate, Bruegel working paper, 3

- Прво, TBTF – институциите го влошуваат системскиот ризик, така што ја намалуваат иницијативата за прудентно менаџирање на ризикот со создавање на огромна количина на потенцијални обврски за владите, коишто во екстреман случај би можеле да ја загорзат нивната финансиска стабилност.
- Второ, TBTF – институциите ја нарушуваат конкуренцијата. Според Moody's, најголемите 50 банки во 2009 година имаа определен бенефит од нивната големина и кредитен рејтинг што делумно може да се препише на официјалната поддршка што истите ја добија.
- Трето, третманот којшто го добиваат TBTF – институциите влијае негативно и ја намалува довербата на јавноста во вредностите и стабилноста на системот и ги поткопува основните принципи на одговорно и пресметано работење, што би требало да е карактеристично за капиталистичките економии.

Проблемот TBTF е посебно изразен во последните трендови на концентрација во банкарската индустрија. Определени истражувања покажаа дека уделот на најголемите пет глобални банки во поглед на банкарските средства се има дуплирано во последната декада пред избувнувањето на финансиската криза од 8 проценти во 1998 година, на 16 проценти во 2008 година. Според The Banker Database, International Financial Service London (IFSL,2010),концентрацијата е посебно нагласена во периодот пред и после кризата, па уделот на најголемите десет банки пораснал од 16% во 1999 на 19% во 2007 за да достигне 26% во 2009. Трендот на концентрација продолжува меѓу топ банките и во периодот по 2009 година⁸⁷.

⁸⁷ Goldstein, M. Veron, N. (2011). Too big to fail: the transatlantic debate, Bruegel working paper, 3-4

Lehman brothers – историја, достигнување на врв и падот на џиномт

„Just before the panic (of 1857) most of the banks were enjoying good business and were riding on the high tide of success. Many were constructing substantial banking houses and looking forward with hope for a long period of prosperity.“

W. Harrison Bayles (1916)

Проблемот TBTF, неговата поврзаност со моралниот хазард, како и влијанието што го има врз стабилноста на глобалниот финансиски систем, најдобро би можело да се објасни преку студија на случај. Како најдобар пример може да се земе познатата инвестициона банка Lehman Brothers, која, и тоа како, имаше улога во финансиската криза 2007-2008.

Lehman Brothers првично беше основана во 1850 година од браќата Хенри Лехман (Henry Lehman), Емануел Лехман (Emanuel Lehman) и Мајер Лехман (Mayer Lehman), како трговска продавница. Политика на фирмата била дека само фамилијарни членови можат да бидат партнери, правило што се одржувало до 1920 година. Со текот на времето тие еволуирале од трговска продавница во снабдувач со сировини, преку купување и продажба на памук. Lehman Brothers својата прва канцеларија во Њујорк ја отвориле во 1858 година, што им овозможило да ја заземат својата улога во финансискиот свет, како и да стекнат посилно влијание во снабдувањето со сировини. Во 1870 година, Lehman Brothers биле носители на формирањето на New York Cotton Exchange, прва организација поврзана со тргување на фјучарси за сировини, на чело со Мајер Лехман, како нејзин прв претседател. Компанијата понатаму помогнала и во формирањето на трговијата со кафе (Coffee Exchange) и трговијата со нафта (Petroleum Exchange). Поради нејзината географска локација, Lehman Brothers во 1867 бил определен да ја врши улогата на финансиски агент на федералната држава Алабама, односно да помага во продажбата и сервисирање на државните обврзници и останатиот долг на државата. Lehman Brothers станала членка на берзата во Њујорк во 1887

година. Во XX век Lehman Brothers имала учество во филмската индустрија преку конекциите со Paramount Pictures и 20th Century Fox, како и инвестиции во електронска и компјутерска технологија. Своите канцеларии во Европа и Азија, Lehman Brothers ги отвори во текот на 70-тите години од минатиот век, а во 1977 година се спои со инвестиционата банка Kuhn, Loeb & Co. Така, со текот на времето, Lehman Brothers прерасна во Lehman Brothers Holdings Inc. (LEH - поранешна берзанска ознака на берзата во Њујорк - NYSE), односно една од најголемите глобални финансиски институции, со преку 25.000,00 вработени ширум светот. Пред прогласувањето на банкротство во 2008 година, Lehman Brothers беше четврта по големина инвестициона банка во САД, позади Goldman Sachs, Morgan Stanley и Merrill Lynch. Институцијата беше вклучена во операции поврзани со инвестиционо банкарство, трговија со трезорски обврзници, истражување, инвестиционен менаџмент, приватно банкарство итн.

Низ историјата, како што економијата на Соединетите Американски Држави прераснувала во најголема светска економија, евидентно е дека паралелно одел и растот на Lehman Brothers. Во тој период, институцијата била соочена со неколку кризи што успеала да ги преживее, како на пример, кризата во железничката индустрија во почетокот на XIX век, Првата светска војна, Големата депресија (во којашто имала значајна улога, бидејќи била една од фирмите кои што учествувале во воведувањето на иновативен начин на финансирање, наречен приватен пласман), Втората светска војна, недостатокот на капитал предизвикан од American Express во 1994, како и кризата во Русија во 1998, поврзана со менаџментот на долгорочниот капитал.

Од прикажаното, лесно е да се заклучи дека Lehman Brothers е огромна финансиска институција со значајна улога во глобалниот финансиски систем. Сепак, и покрај историски докажаната можност да се носи со кризите, кризата на хипотекарниот пазар во САД (меурот) го спушти Lehman Brothers на коленици, па така, на 15 септември 2008 година со 639 милијарди долари во средства и долг од 619 милијарди долари, Lehman Brothers банкротираше поставувајќи нов рекорд, земајќи ги во предвид средствата кои што ги надминуваат оние на протходно паднатите „џинови“ WorldCom и Enron. Lehman Brothers со себе го повлече и

целокупниот глобален финансиски систем, предизвикувајќи ја финансиската криза, којашто потоа премина во светска економска криза. Прашањето е што се случи, дали Lehman Brothers беше преголем за да пропадне? За да може правилно да се даде одговор, мора да направиме детална анализа на работењето на Lehman Brothers во периодот пред избувнувањето на финансиската криза. Централна фигура овде, неминовно е Ричард „Дик“ Флуд (Richard S. Fuld, Jr.), попознат како „Горила“, поради неговата силно изразена компететивност, којшто беше на позиција CEO на Lehman Brothers во периодот од 1994 година, па сè до колапсот на компанијата во 2008 година. Ричард Флуд одигра важна улога, поради тоа што директно учествува во донесувањето на сите одлуки на Lehman Brothers во периодот пред кризата, што во одреден момент резултирало со остварување на енормни стапки на приход, но и пропаѓање на компанијата кога избувнала кризата. Во основата на пропаѓањето на Lehman Brothers клучни се две точки и тоа:

- Учеството во трговија со ризичните CDOs;
- Пропаѓањето на преговорите помеѓу останатите инвестициони банки повикани да го спасат Lehman Brothers и Хенри Полсон, како претставник на Владата на САД.

Во периодот пред избувнувањето на кризата, како што и порано беше споменато, на американскиот финансиски пазар доминантни беа два финансиски конгломерата (Citigroup, GP Morgan), три осигурителни компании (AIG, MBIA, AMBAC), пет инвестициони банки (Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Lehman Brothers, Bear Stearns), а во целиот процес дополнително беа вклучени и три рејтинг агенции (Moody's, Standard & Poor's, Fitch). Процесот што ги поврзуваше овие финансиски институции беше секјуритизацијата, којашто се одвиваше на следниов начин:

хипотекарни позајмувачи → заемодаватели → инвестициони банки → инвеститори

Во периодот 2003-2004 година, кога бумот на недвижности, односно хипотекарната експанзија (меур) беше веќе започнат, Lehman Brothers презема пет компании што работеа со хипотекарно позајмување, вклучувајќи го BNC

Mortgage и Aurora Loan Services, што беше специјализиран за Alt-A кредити (за кредитобаратели без целосна документација). Овој потег му овозможи на Lehman Brothers да прибере рекордни приходи од работењето на пазарот на недвижности, овозможувајќи му раст од 56% од 2004-2006 година, стапка поголема од било која друга операција во инвестиционото банкарство. Компанијата во 2006 година секјуритизираше 146 милијарди долари од хипотекарни заеми, што претставуваше зголемување од 10% во споредба со претходната 2005 година. Периодот од 2005-2007 година беше прекрасен за Lehman Brothers, поради тоа што компанијата секоја година објавуваше рекордни профити. Во 2007 година беше поставен нов рекорд на нето-заработка, од 4.2 милијарди долари, на приходи од 19,3 милјарди. Како резултат на ова, во февруари 2007 година, акцијата на Lehman Brothers постави нов рекорд на цена од 86,18 долари, што значеше и пазарна капитализација од речиси 60 милијарди долари. Ова го стави Lehman Brothers на самиот врв во поглед на големината на финансиската институција и нејзината важност за стабилноста на самиот финансиски систем во САД, но и пошироко. Сепак, во исто време Lehman Brothers го зголеми својот левериџ до 30 долари за секој заработен долар. Ова значеше дека компанијата би се соочила со страшни проблеми во случај да дојде до појава на нестабилности на пазарот на секјуритизирани финансиски инструменти.

Така, во првиот квартал од 2007 година се појавија првите проблеми произлезени од хипотекарните заеми, како резултат на пропаѓањето на истите. На 14 март 2007 година, ден по најголемиот пад на акциите како резултат на стравот дека проблемите со секјуритизирани хипотекарни заеми можат да влијаат на профитабилноста на Lehman Brothers, компанијата објави рекордни приходи за првиот квартал. На прес конференција беше изјавено дека проблемите можат многу лесно да бидат разрешени и дека компанијата не очекува проширување на истите. Во 2007 година, Lehman Brothers беше потписник на најмногу секјуритизирани хипотекарни инструменти, формирајќи портфолио од 85 милијарди долари. Како што кризата се засилуваше, се појавија проблеми и во два хеџ-фонда на Bear Stearns, што допринесе дополнителен пад на акциите на Lehman Brothers. Високиот левериџ што го имаше компанијата, достигнувајќи

однос средства/акционерски капитал=31/1 во 2007, како и огромното портфолио на секјуритизирани хипотекарни финансиски инструменти, го направи Lehman Brothers високо осетлив на нестабилности. Со падот на Bear Stearns, вториот најголем хипотекарен потписник, акциите на Lehman Brothers паднаа за 48%, поради тоа што на Wall Street се сметаше дека токму Lehman Brothers е следниот џин кој што ќе колабира. За жал, тоа беше вистината. На 9 Јуни 2007 година Lehman Brothers прикажа загуби за вториот квартал од 2.8 милијарди долари. Покрај обидите на менаџментот со најразлични мерки да ја спаси компанијата, сепак Lehman Brothers бргу се движеше кон дното. Така, на 12 септември 2008 година Lehman Brothers останува без пари, со што неформално е во банкрот. Тоа со себе го повлекува целиот инвестиционен сектор и сериозно го дестабилизира целиот финансиски систем. Во текот на викендот е свикан итен состанок на кој се присутни Хенри Полсон (Henry Merritt „Hank“ Paulson, Jr - Secretary of the Treasury), како и Тимоти Геитхнер (Timothy Geithner - The president of the Federal Reserve Bank of New York во тоа време, а подоцна во администрацијата на Обама ја извршува функцијата Secretary of the Treasury). Главна цел на состанокот е обидот за спасување на Lehman Brothers. Во истиот период, во големи проблеми запаѓа уште една голема инвестициона банка, Merrill Lynch, која исто така се наоѓа на работ на банкрот. Договорено е истата да биде преземена од страна на Bank of America. Како единствена заинтересирана страна за преземање на Lehman Brothers, според неофицијални податоци, е британската „Barclays“, но сепак, Британската влада бара определени гаранции од владата на САД, којашто го одбива овој предлог. Како резултат на тоа што во тој момент не е најдено решение за „Lehman Brothers“, одлучено е да не се интервенира, т.е. да се пушти „Lehman Brothers“ да банкротира. Со ова се очекувало дека ќе се испрати сигнал до другите на пазарот дека државата нема да ги спасува и дека би требало сами да се стабилизираат. По оваа одлука, на адвокатите на Lehman Brothers им е наредено да прогласат банкрот до 24 часот на 14 септември, со што официјално од 15 септември 2008 година, Lehman Brothers престанува со работа. Станува збор за инвестициона банка со голем број на филијали, а дел од овие филијали престанале да работат уште од наредниот ден. Ова значи дека сите трансакции

во кои бил вклучен Lehman Brothers биле стопирани, а инвеститорите, коишто имале свои пари во оваа банка, преку ноќ разбрале дека имаат изгубено сè . Рејтингот на Lehman Brothers два дена пред неговиот пад бил A2.

Неуспехот да се дојде до договор со кој би се спасил Lehman Brothers претставуваше вистинска катастрофа за финансискиот систем на САД. Како еден од најголемите играчи во процесот на секјуритизацијата, пропаѓањето на Lehman Brothers, многу бргу се рефлектираше и врз останатите учесници. Така на пример, многу бргу по пропаѓањето на Lehman, во сериозни проблеми се најде и најголемата осигурителна компанија на финансискиот пазар во САД, AIG којашто мораше да биде спасена, односно да се спречи и нејзиниот пад. Од ова, многу лесно се воочува сериозноста на ситуацијата кога доаѓа до банкротирање на голема финансиска институција, која го носи епитетот „преголема за да пропадне“ („too big to fail“) и влијанието коешто ги има врз глобалниот финансиски систем. Зошто велиме дека станува збор за грешка и зошто Lehman Brothers беше преголем за да пропадне („too big to fail“)? Според Ливингстовата доктрина, во состојба на криза, банките би требало да бидат спасени. Зошто би сакале да го ликвидираме банкарскиот систем и да ја уништиме економијата? Спасувањето на банките се врши директно од граѓаните коишто се даночни обврзници и овде може да се напомене и изјавата на Тимоти Геитхнер (Timothy Geithner) „Централниот парадокс во финансиските кризи е тоа што она што е правилно и она што е фер е секогаш спротивно од она што е потребно за правилна и фер крајна ситуација“ (New York Times, November 5, 2011)⁸⁸. Важноста на TBTF-проблемот резултираше со тоа што Европската централна банка (ECB, 2006, 2007) издаде рамка според којашто ќе ги идентификува финансиските институции што ќе се сметаат за големи и комплексни (LCBGs), при што првично постоеја 13 варијабли, за да подоцна (2007) бидат вклучени дополнителни шест⁸⁹. Тоа дополнително ни покажува дека добро се знаеја последиците од евентуален пад на голема финансиска институција.

⁸⁸ Gorton, G.B. (2012) Misunderstanding financial crises, why we don't see them coming, Oxford University Press, 166

⁸⁹ Goldstein, M. Veron, N. Too big to fail: the transatlantic debate, Bruegel working paper, 17-18

Кога се зборува за TBTF- проблемот и неговото влијание во финансиската криза од 2007 година, неминовно е да се спомене и проблемот на моралниот хазард, односно корелацијата што постои помеѓу овие две појави. Имено TBTF, како што дефиниравме, а во согласност со здравиот разум за спас на банкарскиот, а со тоа и на финансискиот систем, значи спас за големите играчи на финансискиот пазар. Со тоа се создаваат услови, овие големи играчи, знаејќи дека играат клучна улога во стабилноста на финансискиот систем, преземат ризици поголеми од она што една здрава финансиска институција би требало да го стави на своите плеќи. Ова се јавува од проста причина, што желни за профит и за поголем успех, менаџментот на овие компании влегува во операции со коишто дополнително и прекумерено ги изложува на ризик своите акционери, доверители, а со тоа и целиот систем. Присуството на моралниот хазард овде е повеќе од очигледно, што е доказ плус за неговото влијание во избувнувањето на финансиската криза од 2007-2009 година. Што се однесува, пак, до менаџментот на Lehman Brothers, неофицијално, првите пет луѓе на Lehman Brothers во периодот од 2000 до 2007 година заработиле нешто повеќе од 1 милијарда долари. Од друга страна, според официјалните податоци од Businessweek, само Ричард Флуд (Richard S. Fuld, Jr.) CEO на Lehman Brothers заработил околу 500 милиони долари. Правни санкции не се преземани, со што практично овие лица се ослободени од одговорност за впуштање на Lehman Brothers во операции со голем степен на ризик, односно фрлање на глобалниот финансиски систем во тешка криза.

Заклучок

Овој дел би го започнал со една мисла на Доналд Рамсфелд⁹⁰: „Постојат работи што знаеме дека ги знаеме. Исто така, постојат работи што знаеме дека не ги знаеме....но постојат работи што не знаеме дека не ги знаеме.“⁹¹ Ова наведува на размислување: Кои сè работи спаѓаат во првата група, кои би ги сместиле во втората и дали е можно да ги претпоставиме работите кои ќе ги сместиме во третата група? Но, што ако сме во заблуда? Што ако сè припаѓа во третата група? Која би била тогаш цената на нашето незнаење ? Земајќи го во предвид сè она за што зборувавме низ претходните страници, може да се заклучи дека ние ја знаеме важноста на информацијата за донесувањето на правилна одлука, свесни сме за постоењето на асиметричните информации, тотално ни е јасен ризикот од морален хазард, но, сепак, и покрај нашето знаење се доведовме во ситуација на светска рецесија, предизвикана токму од наведените појави. Дали сметајќи дека сме доволно свесни и одговорни дозволивме да страдаме од недостаток на знаење.

Логично е овде да се праша: Дали моралниот хазард е причината за финансиската криза? Тоа е прашањето што секој нетрпеливо би го поставил. Да, моралниот хазард е една од фундаменталните причини на финансиската криза. Меѓутоа, причина за финансиската криза е и игнорирањето на овој проблем. Причина за финансиската криза е и слепилото да се воочи човековата алчност. Тоа не носи кон констатација дека причина за финансиската криза е тоа што „ние не знаеме дека не знаеме“ како да го менаџираме овој ризик. Ова нè навраќа на констатацијата, произнесена неколку пати во овој труд, а тоа е потребата од дополнително проучување на оваа проблематика. Само на тој начин би можеле да извлечеме поука од настанатото и да спречиме појава на слична состојба во иднина.

⁹⁰ Donald Rumsfeld- поранешен Министер за одбрана на Соединетите Американски Држави (Secretary of Defense)

⁹¹ Cooper, G. (2008). The origin of financial crisis, Vintage Books, 141

Како дополнителни констатации (кои би ги дале во контекст на овој труд) може да се наведат следниве:

- Финансиска криза не би се појавила во здрава економија. Ова директно се однесува на задолженоста, што значи дека криза би била логична појава во презадолжена економија (што го покажува високиот леверџ). Презадолжувањето по дефиниција значи зголемена ризичност. На тој начин, влијанието на негативните економски шокови врз финансиските институции (а со тоа и на финансискиот систем) се мултиплицира т.е. се зголемува опасноста за појава на глобална криза. Преголемата задолженост создава погодна средина и за појава на морален хазард. Имајќи ја на ум неговата дефиниција, јасно е дека станува збор за преземање на поголем ризик, знаејќи дека евентуалната штета би паднала на терет на некој друг. Доколку се поврзат работите, евидентно е дека овие активности формираат круг, односно меѓусебно се зголемуваат пропратно зголемувајќи ја ризичноста на севкупниот систем и туркајќи го истиот кон криза.
- Моралниот хазард е честа појава во економијата, во должничко-доверителските односи, но во исто време и појава која може да го засилува влијанието на останатите банкарски ризици. Акцентот овде паѓа на конекцијата на моралниот хазард со најстариот банкарски ризик – кредитниот ризик. Моралниот хазард, произлезен од однесувањето на менаџментот, може да ја доведе банката во ситуација да се изложи себеси на поголем кредитен ризик од она што нормално би требало да го преземе. Пример за ова се т.н. NINJA- кредити. Неповолниот менаџмент на кредитниот ризик предизвикува верижна реакција активирајќи ги останатите банкарски ризици што создаваат можност за појава на банкарска системска криза.
- Дерегулацијата ја создаде платформата за избувнување на финансиската криза. Станува збор за процес спротивен на регулирањето и потребно е да се нотира дека дерегулацијата ги отстранува мерките, без притоа на нивно место да се постават нови. Објаснувањето е потребно поради грешките што

се прават при објаснувањето на овој процес. Дерегулацијата се должеше на силниот притисок кој го направи банкарскиот сектор врз регулаторните органи за поништување на речиси секое ограничување што беше поставено, со цел заштита на овој сектор од преземање на преголеми ризици. Со тоа, на банкарскиот сектор му се овозможи евентуално да се впушти во попрофитабилни операции кои беа пропратени со зголемена ризичност. Со други зборови, ова на банкарскиот сектор му овозможи да ја зголеми веројатноста од појава на морален хазард. Дополнително, овде треба да се напомене дека, пазарот на финансиски деривати воопшто и не беше предмет на регулација, а опасноста од појава на морален хазард на овој брзорастечки пазар, не беше ниту посочена како можен исход.

- Дерегулацијата овозможи концентрација на финансискиот систем, со што се појавија финансиски конгломерати и останати огромни финансиски институции (со што се и потенцираше проблемот „too big to fail“). На тој начин се создадоа финансиски институции, чиито резултати и остварувања силно влијаеја на резултатите и остварувањата на севкупниот пазар. Високите профити и брзиот раст на овие конгломерати значеше и просперитет и раст на самиот пазар, но појавата на евентуални проблеми во нивното работење широко ја отвараше вратата за системски нестабилности и глобализација на проблемите. Дополнително, овде е потребно да се спомене појавата на финансиско инженерство и финансиските деривати, пред сè, секјуритизацијата (се мисли, пред сè, на профитабилноста во работата со овие операции) имаше ефект на мамка за вака концентрираниот систем. Поврзувањето на сите поголеми финансиски институции во работата со една операција, која и тоа како беше изложена на ризик, значеше поставување на „темпирана бомба“ во финансискиот систем, која би пукнала на најмалата нестабилност. Со други зборови, зголемената концентрација е процес спротивен на процесот на диверзификација т.е. влијае пропорционално на ризичноста.
- Финансиската криза беше резултат на паниката што настана помеѓу учесниците кои тргуваа со финансиски инструменти. Паниката, сама по

себе, не е ирационален настан и се темели на пазарни информации. Сепак, дали учесниците сметаа дека растот на цените на недвижнините беше рационален и дали никој не го виде „меурот“ кој настана во овој сектор? Повторно на виделина излегува нашето незнаење, односно алчност за поголема добивка, непочитувањето на принципите на „доброто кредитирање“ и неправилно менаџирање со ризикот.

- Неадекватниот одговор од страна на политичките и регулаторните тела во најголемите светски економии предизвика зголемување на жештината со која кризата ја погоди глобалната економија. Доколку постои олеснителна околност за политичката фела, тоа е од проста причина што истата можеби не знаеше како да се справи со кризата. Регулаторната власт и, пред сè, економските аналитичари и научните работници, немаат право на изговор. Фактот дека не постои логично објаснување на евидентната неспособност на овие субјекти за правилно вршење на својата работа е само доказ дека и тие потпаднале под некоја форма на морален хазард (или хазард од морал) и дозволиле оваа појава да предизвика светска криза.
- Финансиската криза од 2007-2008 година беше класичен пример на „налет“ на банка. Разликата е во тоа што при оваа паника налетот се однесуваше на дериватните финансиски инструменти. Лесно е да се констатира дека налетот се случи како резултат на злоупотреба на овие инструменти, што пак, директно е поврзано со присуството на моралниот хазард. Овој заклучок директно нè навраќа на претходно споменатата дерегулација, односно ни покажува дека работењето на банкарскиот систем мора да биде строго регулирано, со цел намалување на ризичноста на истиот. Само на тој начин може да бидеме сигурни дека нашите банки се доволно стабилни и сигурни и би можеле да се носат со сите предизвици и економски шокови.
- Моралниот хазард, како што во неколку наврати досега беше констатирано, е појава која теоретски лесно се објаснува, практично потешко се лоцира, а правно е речиси невозможно да се докаже. Доказ за ова е фактот дека ниту еден банкар не беше правно осуден за злоупотреба на својата позиција,

односно појава на морален хазард, што резултира со колапс на институцијата, т.е. штета за акционерите, доверителите и целиот систем.

- Недоволното познавање на проблематиката на морален хазард е евидентно. Заклучокот дека недоволно сме способни да го препознаеме и менаџираме овој ризик е веќе поставен. Од овде може да се произнесе уште една констатација, а тоа е дека образовниот систем, пред сè, економските школи потфрлија. Фактот дека бројни еминентни економисти ширум светот не можеа да ја видат појавата за која што теоретски имаат дадено своивидувања и дефиниции е само доказ за нивната недоволна спремност да се борат со истата. Тоа не значи дека нивното знаење е мало, туку е доказ дека и тие многу лесно можат да потпаднат под овој ризик што ја намалува нивната можност за правилно перцептирање на истиот. Оној којшто не помогнал, многу често се смета за соучесник. Доколку финансиската криза ја гледаме како случај на убиство, за жал, соучесници во истото би биле многу од најпознатите економски школи, преку делувањето на нивните вработени – професори и останати економски работници.

Конечниот заклучок е дека финансиската криза можеше да биде избегната, односно човечкиот фактор беше директно одговорен за нејзината појава, интезитет и трансфер на глобално ниво. Станува збор за криза што не произлезе од реалниот сектор, криза што не е поврзана со побарувачката или понудата на реалните стоки, туку за криза којашто може да се каже дека е фиктивна, односно компјутерски креирана и програмирана да го погоди системот во определен временски период. Дерегулацијата, зголемената концентрација на финансиските институции, вложувањето на огромни суми на пари во една финансиска операција, нерационалните очекувања за цената на недвижнините, зголемената задолженост и немоќта на финансиските аналитичари, регулаторните власти и економскиот образовен систем се причинителите на кризата. Станува збор за серија на човечки грешки што покажува дека кризата не беше резултат на реални економски шокови и циклуси. Сплетот на настани што претходеа, доведоа до појава на морален хазард во речиси сите пори на функционирање на

финансискиот систем. Неможноста од правилно детектирање на овој проблем резултираше со зголемување на неговото влијание, сè до целосното „топење“ на системот. Од таа причина, повторно е потребно да се навратиме на заклучокот дека економската наука треба да посвети посебно внимание на проблемите како што е моралниот хазард, со цел истиот да го добие потребниот третман во иднина. Само на тој начин би можело да се смета дека загубата што ја предизвика финансиската криза не била залудна, односно дека истата ни послужила како лекција којашто би спречила појава на друга криза, можеби и поголема во иднина. Пустошот што го остави кризата е доволен мотив за економистите да ги зголемат своите истражувања на ова поле.

Користена литература

1. Хефернан, Ш. (2009). Современо банкарство, Академски печат – Скопје
2. Тобин, Џ. Стефан, С.Г. (2011). Пари, кредит и капитал, Арс ламина Скопје
3. Фити, Т. (2006). Основи на економијата, Прво издание, Економски факултет – Скопје
4. Мишкин, Ф.С. (2010). Економија на пари, банкарство и финансиски пазари, Осмо издание, Универзитет на Колумбија
5. Мишкин, Ф.С. Икинс, С.Г. (2012). Финансиски пазари и институции, Академски печат - Скопје
6. Петревски, Г. (2008). Управување со банките, Универзитет „Св. Кирил и Методиј“ – Економски Факултет – Скопје
7. Block, S.B. Hirt, G.A. (2008). Основи на финансиски менаџмент, Глобал комуникации
8. Маџова, В. (2010). Управување со кредитен ризик во банкарското работење, Центар за банкарство и финансии
9. Маџова, В. (2010). Модели за оценка на кредитната способност на комитентите на банките, Центар за банкарство и финансии
10. Фотов, Р. (2006). Менаџмент на мал бизнис, Европски универзитет – Скопје
11. Фотов, Р. (2006). Осигурување, Европски универзитет – Скопје
12. Фотов, Р. (2010). Финансиски менаџмент, Универзитет „Гоце Делчев“ Штип, Економски факултет
13. Matejic, M. Jovanovic, M. (1977). Banke i krediti , Književne novine : Stručna knjiga Beograd
14. Sternad, D. (2011). Strategic action in response to economic crises, Strategic adaptation, Springer Wien New York

15. Gordon, G.B. (2012). Misunderstanding Financial Crises : Why We Don't See Them Coming, New York : Oxford University Press
16. Righuram, R.G. (2010), Fault Lines : How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy, New Jersey : Princeton University Press
17. Darrel, D. Singleton, K.J. (2003). Credit risk : pricing, measurement and management, Princeton University Press
18. Freixas, X. Rochet, J.C. (2008). Microeconomics of banking, Cambridge (Mass.) ; London : MIT Press
19. Koch, T.W. (1995). Bank management , 3rd edition, The Dryden Press : Harcourt Brace College Publishers
20. Cooper, G. (2008). The Origin of Financial Crises : Central banks, credit bubbles and the Efficient Market Fallacy, Vintage Books
21. Blinder, A.S. (2013). After the music stopped : the financial crisis, the response and the work ahead, New York : The Penguin Press
22. Schwartz, M.J. Coleman, S. (2014) IMF Response to the Financial and Economic Crisis, Independent Evaluation Office of the International Monetary Fund
23. Enoch, C. Marston, D. Taylor, M. (2002). Building strong banks : through surveillance and resolution, International Monetary Fund, Washington, D.C
24. The financial crisis inquiry commission, (2011), The financial crisis inquiry report, - Final report, Official government edition, Washington DC
25. Dowd, D. Moral hazard and the financial crisis, Cato Journal Vol29 No1
26. Sanfey, P. (2010). South-eastern Europe: lessons from the global economic crisis. Working Paper No. 113, London: EBRD
27. Roubini, N. and Nihm, S. (2010). Crisis Economics. London: Allen Lane
28. Фити, Т., (2009). “Феноменологија на економските кризи”. Економски Факултет Скопје.
29. Bonner, B. (2007). “Goldman Sachs Was Wrong and 2 Million Families May Lose Their Homes.” Available at www.dailyreckoning.com.au (14 November).

30. Brummer, A. (2008). *The Crunch: The Scandal of Northern Rock and the Escalating Credit Crisis*. London: Random House.
31. Goodhart, C., and Persaud, A. (2008). “How to Avoid the Next Crash.” *Financial Times* (30 January).
32. Borio, C.B. Vale, von Peter, G. (2010). “Resolving the Financial Crisis: Are We Heeding the Lessons from the Nordics?” BIS Working Paper 311 (Basel: Bank for International Settlements).
33. Calomiris, C., D. Klingebiel, and L. Laeven, (2003). “Financial Crisis Policies and Resolution Mechanisms: A Taxonomy from Cross-Country Experience,” in P. Honohan and L. Laeven, eds., *Systemic Financial Distress: Containment and Resolution Chapter 2*, (Cambridge: Cambridge University Press).
34. Claessens, S., Dell’Ariccia, G., Igan, D., Laeven, L. (2010). “Cross-Country Experience and Policy Implications from the Global Financial Crisis,” *Economic Policy*, Vol. 62, pp. 269–93.
35. Goldstein, M. and Veron, H. (2011). “Too Big to Fail: The Transatlantic Debate,” PIIIE Working Paper 11-2, January.
36. Hoelscher, D. and Quintyn M., (2003). “Managing Systemic Banking Crises,” IMF Occasional Paper 224 (Washington: International Monetary Fund).
37. Allen, F. and Carletti E. (2008). *The Role of Liquidity in Financial Crises*, Wharton Financial Institutions Center, University of Pennsylvania.
38. Lehment, H. (2009). *The Crisis and Beyond*. Kiel Institute for the World Economy.
39. Wolf, M. (2014). *The Shifts and the Shocks : What We've Learned - and Have Still to Learn - from the Financial Crisis*, Penguin Press
40. Lucas, D. J., L. S. Goodman, and F. J. Fabozzi (2006). *Collateralized Debt Obligations, Structures and Analysis*. John Wiley & Sons, Inc., second edn.
41. Busuioc, Andrada; Biru, Cristian, (2010). “The Role of Reserve Currencies in the World Economy”, *Challenges of the Knowledge Society*, eBook, Bucurest
42. Chari, V.V, A. Shourideh and A. Zetlin-Jones (2010). “Adverse Selection, Reputation and Sudden Collapses in Secondary Loan Markets”, NBER Working Paper 16080

43. Vince, C. (2009). The Storm : The World Economic Crisis and What it Means, Atlantic Books
44. David, S. (2010). The Age of Instability : The Global Financial Crisis and What Comes Next, Profile Books Ltd
45. Fishman, M. and J. Parker (2010). Valuation, adverse selection, and market collapses," Working Paper
46. Timothy, G. F. (2014). Stress Test : Reflections on Financial Crises, Crown Publishers
47. Flamant, M. Singer-Kerel, J. (1970). Crises et récessions économiques, Presses Universitaires de France
48. Goodhart, C. Illing, G. (2002). Financial Crises, Contagion, and the Lender of Last Resort : A Reader, Oxford University Press
49. Osborn, R.C. (1959). Corporation finance, Harper & Brothers
50. Eichengreen, B. (2002). Financial crises : and what to do about them, Oxford University Press
51. Kindleberger, C.P. Aliber, R.Z. (2011). Manias, panics and crashes : a history of financial crises, Palgrave Macmillan
52. Tirole, J. (2002). Financial crises, liquidity, and the international monetary system, Princeton University Press

Роберт Аџипетров
Моралниот хазард како една од причините за финансиската криза од 2007
година
Универзитет „Гоце Делчев“ - Штип